



VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA  
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANČÍ

**Analýza vybraných slovenských podílových fondů**

Analysis of selected Slovak mutual funds

Student: Bc. Zuzana Marcová

Vedoucí diplomové práce: Ing. Kateřina Kořená, Ph.D.

Ostrava 2009

Místopřísežně prohlašuji, že jsem celou práci včetně všech příloh vypracovala samostatně. Přílohy č. 1 - 16 dané mi k dispozici, jsem samostatně doplnila.

V Turzovce dne 10. 07. 2009

Rada by som sa poďakovala pani **Ing. Kateřině Kořené, Ph.D.**, za odborné vedenie a cenné rady pri vypracovávaní mojej diplomovej práce.

# Obsah

<b>1</b>	<b>Úvod.....</b>	<b>3</b>
<b>2</b>	<b>Kolektívne investovanie v Slovenskej republike .....</b>	<b>4</b>
2.1	História kolektívneho investovania .....	4
2.1.1	Kolektívne investovanie vo svete.....	4
2.1.2	Kolektívne investovanie na Slovensku .....	5
2.2	Právna úprava .....	6
2.3	Subjekty kolektívneho investovania .....	6
2.4	Formy kolektívneho investovania .....	8
2.4.1	Investičné spoločnosti .....	8
2.4.2	Podielové fondy .....	8
2.4.3	Kombinácia kolektívneho investovania a poistenia.....	9
2.5	Výhody kolektívneho investovania .....	9
2.6	Nevýhody kolektívneho investovania .....	10
2.7	Náklady spojené s investovaním prostredníctvom podielových fondov .....	10
2.8	Základné rozdelenie otvorených podielových fondov.....	12
2.9	Investičné stratégie fondov .....	14
2.10	Cena podielových listov .....	15
2.11	Kvantitatívna a kvalitatívna analýza fondov .....	16
2.11.1	Kvantitatívne ukazovatele.....	17
2.11.2	Kvalitatívne ukazovatele.....	20
2.12	Rozhodovacia analýza .....	22
<b>3</b>	<b>Charakteristika vybraných podielových fondov .....</b>	<b>24</b>
3.1	Asset Management Slovenskej sporiteľne, správ. spol., a. s. ....	25
3.1.1	SPORO Eurový peňažný fond (SEPF).....	25
3.1.2	SPORO Eurový dlhopisový fond (SEDF).....	27
3.1.3	ESPA Stock Europe Property (ESPA SEP) .....	28
3.1.4	SPORO Konzervatívny zmiešaný fond (SKZF) .....	30
3.2	VÚB Asset Management, správ. spol., a. s. ....	31
3.2.1	VÚB AM Peňažný eurový fond (VÚB AM PEF) .....	32
3.2.2	VÚB AM Dlhopisový konvergentný fond (VÚB AM DKF) .....	34

3.2.3	GIS Euro Equities Opportunity (GIS EEO) .....	35
3.2.4	VÚB AM Vyvážený rastový fond (VÚB AM VRF) .....	36
3.3	Tatra Asset Management .....	38
3.3.1	TAM Euro peňažný fond (TAM EPF) .....	39
3.3.2	TAM Euro dlhopisový plus fond (TAM EDPF) .....	40
3.3.3	Raiffeisen Eastern European Equities (REEE) .....	42
<b>4</b>	<b>Analýza vybraných podielových fondov .....</b>	<b>43</b>
4.1	Analýza peňažných podielových fondov .....	43
4.1.1	Kvantitatívna analýza peňažných podielových fondov.....	43
4.1.2	Kvalitatívna analýza peňažných podielových fondov.....	51
4.2	Analýza dlhopisových podielových fondov .....	53
4.2.1	Kvantitatívna analýza dlhopisových podielových fondov .....	53
4.2.2	Kvalitatívna analýza dlhopisových podielových fondov .....	59
4.3	Analýza akciových podielových fondov .....	61
4.3.1	Kvantitatívna analýza akciových podielových fondov .....	61
4.3.2	Kvalitatívna analýza akciových podielových fondov .....	68
4.4	Analýza zmiešaných podielových fondov .....	71
4.4.1	Kvantitatívna analýza zmiešaných podielových fondov.....	71
4.4.2	Kvalitatívna analýza zmiešaných podielových fondov.....	77
4.5	Vyhodnotenie možností investovania do fondov .....	79
<b>5</b>	<b>Záver.....</b>	<b>86</b>
	<b>Zoznam použitej literatúry.....</b>	<b>88</b>
	<b>Zoznam skratiek</b>	
	<b>Prehlásenie o využití výsledkov diplomovej práce</b>	
	<b>Zoznam príloh</b>	

# 1 Úvod

Existuje veľké množstvo spôsobov ako zhodnocovať finančné prostriedky. Investície môžu smerovať na bežné bankové účty, do vybraných podielových fondov, do akcií konkrétnych spoločností, alebo iných produktov, ktoré finančný trh ponúka. Každý investor sa môže rozhodnúť, či chce investovať jednorazovo väčší objem finančných prostriedkov, pravidelne sporiť alebo využiť kombináciu týchto možností.

V prípade Slovenska, kde je zakorenené silne konzervatívne zmýšľanie, má väčšina občanov svoje prostriedky uložené v bankách, pričom využívanie ostatných alternatív, vrátane investícií do podielových fondov, zaostáva. Dôvodom nestotožnenia sa s vkladmi prostriedkov do rôznych druhov fondov môže byť jednak neochota preberať na seba riziko, ale aj nedostatok informácií, skúseností, či neporozumenie princípu ich fungovania, preto je diplomová práca zameraná na vytvorenie všeobecnej predstavy o kolektívnom investovaní a objasnenie základných náležitostí primárne spojených s investovaním do podielových fondov.

Kolektívne investovanie predstavuje podnikateľskú činnosť, na základe ktorej dochádza k zhromažďovaniu peňažných prostriedkov od vopred neurčitého a neobmedzeného okruhu fyzických a právnických osôb. Hlavným prvkom tohto typu investovania je rozptýlenie rizika na princípe diverzifikácie.

Podielové fondy sú jednoduchšou formou investovania na finančných trhoch. A na Slovensku stále relatívne novou. Bežní sporitelia s nimi majú žiadne alebo iba malé skúsenosti.

Cieľom diplomovej práce je pomocou kvantitatívnej a kvalitatívnej analýzy porovnať a zhodnotiť investovanie do vybraných otvorených podielových fondov na Slovensku.

V prvej kapitole je charakterizovaná história, právna úprava a formy kolektívneho investovania. Jej úlohou je definovať podielové fondy, popis ich členenia a investičnej stratégie a spôsob ich hodnotenia pomocou kvantitatívnej a kvalitatívnej analýzy.

Charakteristike jednotlivých podielových fondov je venovaná druhá kapitola, v ktorej sú podrobne opísané vybrané otvorené podielové fondy.

Tretia kapitola je venovaná kvantitatívnej a kvalitatívnej analýze vybraných podielových fondov a snahou je určiť, ktoré podielové fondy sú pre investorov z hľadiska investícií najvýhodnejšie.

## 2 Kolektívne investovanie v Slovenskej republike

*Kolektívnym investovaním* sa rozumie, podľa zákona o kolektívnom investovaní z roku 2003<sup>1</sup>, zhromažďovanie peňažných prostriedkov od verejnosti na základe verejnej ponuky s cieľom investovať takto zhromaždené peňažné prostriedky do likvidných finančných aktív a majetku na princípe obmedzenia a rozloženia rizika.

Základný princíp kolektívneho investovania spočíva v tom, že združené finančné prostriedky majú väčšiu váhu a investori tak môžu dosahovať vyššiu efektivitu investície a samozrejme zisk. Kolektívne investovanie je nástrojom, ktorý umožní i drobnému investorovi stať sa podielnikom na veľkom majetku, byť súčasťou svetového ekonomického diania a získať z toho osobný prospech.

### 2.1 História kolektívneho investovania

Kolektívne investovanie má vo svete „hlboké korene“ a bohatú tradíciu. Jeho vznik sa spája hlavne s investičnými spoločnosťami a fondmi v USA.

#### 2.1.1 Kolektívne investovanie vo svete

Napriek tomu, že vo väčšine odborných zdrojov sa začiatky kolektívneho investovania spájajú s americkým trhom, treba uviesť, že prvé zmienky o kolektívnom investovaní sú spojené s belgickou investičnou spoločnosťou *Société des Pays-Bas* (1782) v Bruseli, neskôr v roku 1849 vznikla spoločnosť *Société Civile Génovoise d'Emploi de Fonds* a o tri roky *Société Générale de Crédit Mobilier*<sup>l</sup>. Koncom 19. storočia vznikli prvé investičné spoločnosti aj v USA. Charakter dnešných podielových fondov priniesol na finančný trh *Massachussets Investors Truskt*. Ten ako prvý umožnil predávať a kupovať investorom podiely na NAV<sup>2</sup>.

Ďalší rozvoj kolektívneho investovania po druhej svetovej vojne bol spojený s opätovným rastom akciových trhov a so zmenou stratégie a marketingu investičných fondov. V 70. a 80. rokoch 20. storočia došlo aj k výrazným inováciám v oblasti kolektívneho investovania, prejavuje sa špecializácia a rôzne špecifické druhy fondov, ktoré sa snažia

---

<sup>1</sup> Zákon č. 594/2003 Z. z. o kolektívnom investovaní.

<sup>2</sup> NAV (net asset value) – čistá denná hodnota, ukazovateľ je vysvetlený v kapitole 2.10.



prispôbiť klientom, prispôsobovanie investičných stratégií veku investorov a vytvárajú sa obrovské „finančné supermarkety“, ktoré poskytujú množstvo služieb pre investorov.

Kolektívne investovanie aj na prelome 20. a 21. storočia zaznamenalo nezvyčajný rozmach. Standard and Poor's evidoval ku koncu roku 2000 viac ako 40 000 fondov v celosvetovom rozsahu. Kolektívna forma investovania, ktorá dnes vo svete sústreďuje viac ako 50% úspor sa považuje nielen za alternatívu vkladov v bankách, ale zároveň je aj možnosťou na lepšie zhodnotenie úspor.

### **2.1.2 Kolektívne investovanie na Slovensku**

Kolektívne investovanie na Slovensku bolo na začiatku spojené s kupónovou privatizáciou a dominantným postavením privatizačných fondov. V roku 1992 pôsobilo na slovenskom finančnom trhu 169 spoločností, z ktorých postupne mnohé zanikli a na trhu získalo rozhodujúce postavenie 10 investičných spoločností. V nich sa koncentrovalo okolo 80 % celkového majetku privatizačných fondov, čo predstavovalo asi 55 mld. Sk. Popri investičných fondoch začali v prvej polovici deväťdesiatych rokov 20. storočia na trhu pôsobiť aj prvé *podielové fondy*. Legislatívne i politické opatrenia v tom čase na Slovensku do značnej miery podkopali vtedy ešte len rozvíjajúce sa kolektívne investovanie.

Po roku 1995 dochádza k úpadku kapitálového trhu, ako aj kolektívneho investovania na Slovensku.

Na začiatku druhej polovice deväťdesiatych rokov mala negatívny vplyv na správanie obyvateľov ako investorov činnosť tzv. *nebankových subjektov*. Tieto spoločnosti pracovali v značne netransparentnom prostredí. Objem prostriedkov v správe jednotlivých nebankových subjektov sa kvôli nedostupnosti týchto informácií zo strany jednotlivých spoločností len veľmi ťažko odhaduje.

V priebehu roku 1999 došlo k určitému oživeniu v oblasti kolektívneho investovania. Prejavujú sa prvé známky oživenia záujmu obyvateľstva o investovanie prostredníctvom subjektov kolektívneho investovania, najmä otvorených podielových fondov. V priebehu roku 1999 sa začal trend zvyšovania hodnoty majetku v podielových fondoch a došlo k udeleniu prvých 5 povolení zahraničným subjektom kolektívneho investovania.

V roku 2000 boli udelené prvé licencie novým správcovským spoločnostiam podľa nového zákona o kolektívnom investovaní<sup>3</sup>. Súčasne s posilňovaním a profiláciou domácich

---

<sup>3</sup> Zákon č. 385/1999 Z. z. o kolektívnom investovaní.

správcovských spoločností sa prejavil aj záujem zahraničných subjektov kolektívneho investovania.

## 2.2 Právna úprava

V období, kedy sa všetky štáty Vyšehradskej štvorky snažili transformovať svoje ekonomiky na trhové hospodárstvo a prispôbiť tomu aj legislatívne normy, Slovensko v tomto procese zaostalo, čo sa prejavilo v malom rozvoji kapitálového trhu oproti okolitým krajinám.

Kolektívne investovanie na Slovensku sa pokúšal oživiť *zákon č. 385/1999 Z. z. o kolektívnom investovaní*, s účinnosťou od 1. januára 2000, ktorý zároveň prispôbil slovenskú legislatívu podmienkam EÚ. Tento zákon vychádzal z toho, že základným subjektom kolektívneho investovania je *správcovská spoločnosť akciového typu*, ktorá môže spravovať viacero podielových fondov. Zároveň sprísnil podmienky a spresnil požiadavky nevyhnutné pre podnikanie v oblasti správy fondov, povolil vstup zahraničných subjektov kolektívneho investovania na náš trh, ale predovšetkým umožnil transformáciu a vznik nových správčovských spoločností

V rámci implementácie zákonodarstva a smerníc EÚ bolo však nevyhnutné uviesť do praxe takú legislatívu, ktorá by rešpektovala integračné snahy a odrážala bežné štandardy kolektívneho investovania v rámci EÚ. Výsledkom tohto úsilia bol nový *zákon č. 594/2003 Z. z. o kolektívnom investovaní*, s platnosťou od 1. januára 2004. Zákon v súlade so smernicami EÚ zavádza pojem tzv. *európskeho pasu, pravidlá obozretného podnikania a ochrany investorov*. Prijatím tohto zákona sa na Slovensku vytvorilo štandardné prostredie pre investorov a inštitúcie kolektívneho investovania.

Na základe zákona č. 594/2003 Z. z. o kolektívnom investovaní platia v súčasnosti aj pre slovenských investorov pravidlá obozretného podnikania a normy, ktoré sú bežné v EÚ. Podobne ako normy v rámci EÚ je aj zákon o kolektívnom investovaní v procese ďalších legislatívnych noviel.

## 2.3 Subjekty kolektívneho investovania

Subjekty kolektívneho investovania zhromažďujú peňažné prostriedky od verejnosti a tento majetok investujú na finančných trhoch. Investičným cieľom pri spravovaní majetku je

dlhodobo dosiahnuť jeho čo najvyššie zhodnotenie, prípadne zabezpečiť investorom pravidelnú výplatu výnosov. Princípiálne je kolektívne investovanie postavené na existencii podielového vlastníctva majetku fondu, ktorý je obhospodarovaný prostredníctvom správcovskej spoločnosti.

*Správcovská spoločnosť* je akciová spoločnosť založená na účel podnikania so sídlom na území SR, ktorej predmetom činnosti je vytváranie a spravovanie podielových fondov na základe povolenia na vznik a činnosť správcovskej spoločnosti udeleného Národnou bankou Slovenska. Správcovská spoločnosť sa zapisuje do obchodného registra.

Od roku 1998 sú správcovské spoločnosti združované v *asociácii správcovských spoločností* za účelom spolupráce pri riešení problémov v oblasti legislatívy, účtovníctva, daní a budovania dôvery obyvateľstva v produkty kolektívneho investovania. Prínosom asociácie je poskytovanie súhrnných informácií všetkých členov, vrátane hodnotových ukazovateľov objemu čistých aktív, predajov, či výkonnosti jednotlivých fondov. K zverejňovaniu údajov dochádza na týždennej a mesačnej báze, pričom jednotliví členovia sú povinný dodať všetky požadované údaje za sledované obdobie najneskôr do utorka 10:00 hod. nasledujúcom po skončení obdobia. K zverejneniu mesačných údajov dochádza najneskôr do 15 dní od skončenia mesiaca.

*Investičné fondy* sú spoločne s podielovými fondmi hlavnými predstaviteľmi kolektívneho investovania. Investičný fond je založený na rovnakých princípoch ako akciová spoločnosť. Prostriedky získava pomocou emisie akcií (investori sa stávajú akcionármi fondu) a takto získaný kapitál potom investuje na finančných trhoch. Na rozdiel od podielového fondu má vlastnú právnu subjektivitu.

*Podielovým fondom* sa rozumie spoločný majetok podielnikov zhromaždený správcovskou spoločnosťou vydávaním podielových listov a investovaním tohto majetku. Podielový fond je subjektom kolektívneho investovania, ale nie je právnickou osobou. Majetok v podielovom fonde nie je súčasťou majetku správcovskej spoločnosti.

Dôležitú úlohu v rámci subjektov kolektívneho investovania zastáva *depozitár fondu*. Depozitár v zmysle plnenia svojej funkcie zodpovedá primárne za úschovu cenných papierov a peňažných prostriedkov, ktoré tvoria majetok podielového fondu resp. majetok správcovskej spoločnosti, čomu zodpovedá aj samotný preklad slova depozitár – uschovávatel'. Rovnako zodpovedá za správu a vedenie účtov fondu, ako aj za efektívnosť a adekvátnosť vynakladania peňažných prostriedkov podielnikov. V dôsledku toho, že správcovská spoločnosť je povinná všetky pokyny na nákup a predaj cenných papierov zadávať depozitárovi, ten tak získava kontrolnú funkciu nad všetkými uskutočňovanými transakciami.

Vo svojej podstate tak dohliada na celý proces investovania, pričom odobruje obchody, a sleduje dodržiavanie zákonom stanovených nariadení ako aj iných činností v súlade so zákonom o cenných papieroch.

Činnosť depozitára spravidla vykonáva materská banka správcovskej spoločnosti, pričom platí, že pre všetky fondy spadajúce pod jedného správcu musí byť jeden totožný depozitár. V roku 2004 sa uskutočnila reštrukturalizácia systému obchodovania s cennými papiermi v súvislosti s transformáciou Strediska cenných papierov na Centrálny depozitár, ktorý nadobudol formu akciovej spoločnosti so sídlom na území Slovenskej republiky. Od roku 2004 získalo členstvo v tejto spoločnosti 19 finančných inštitúcií vrátane Národnej banky Slovenska. Každá tak získala štatút na vykonávanie činnosti depozitára.

## **2.4 Formy kolektívneho investovania**

História kolektívneho investovania v praxi vyspelých krajín overila rôzne *formy kolektívneho investovania*, s ktorými sa v súčasnosti stretávame. Patria sem investičné spoločnosti, podielové fondy a subjekty, ktoré sú kombináciou kolektívneho investovania a poistenia.

### **2.4.1 Investičné spoločnosti**

*Investičné spoločnosti* sú zakladateľmi a správcami fondov. Sú typu akciových spoločností s premenlivou alebo pevnou výškou základného imania. Ich činnosť je kontrolovaná depozitárom a audítorom.

### **2.4.2 Podielové fondy**

Podielové fondy rôzneho typu nemajú právnu subjektivitu a môžu existovať v nasledujúcich podobách (Chovancová, 2006):

- *otvorený podielový fond* – získava licenciu na neobmedzený čas pri striktne vymedzenej minimálnej výšky kapitálu a presnom určení, do čoho môže investovať. Otvorený podielový fond musí v zmysle informačnej povinnosti zverejňovať kurz svojho podielového listu a má povinnosť spätného odkúpenia podielového listu od investora;
- *uzavretý podielový fond* – má ohraňujúcu dobu pôsobenia na trhu, uzatvára sa po získaní požadovaného kapitálu. Má tiež striktne určenú minimálnu výšku kapitálu a pravidlá

investovania. Nemá povinnosť spätného odkúpenia podielového listu. S jeho podielovými listami sa obchoduje na sekundárnom trhu, teda aj na burze;

- *špeciálny podielový fond* – zriaďuje sa pre obmedzený okruh investorov (právnické subjekty) s požadovanou minimálnou výškou kapitálu. Má špecifické nástroje investovania, napr. drahé kovy.

### 2.4.3 Kombinácia kolektívneho investovania a poistenia

*Kombinácia kolektívneho investovania a poistenia* (unit linked products) predstavuje novú formu, ktorá sa objavuje v posledných rokoch. Jej atraktívnosť spočíva najmä v možnosti získať vyššiu kapitálovú hodnotu pri dožití sa konca poistnej doby. Umožňuje to investovanie časti poistných rezerv, resp. priamo časti vybraného poistného, ktorá neslúži na krytie rizika smrti poisteného, do vybraného podielového fondu alebo skupiny fondov podľa konštrukcie poistného produktu.

Konkrétnym typom takéhoto druhu poistného produktu je *investičné životné poistenie*. Tento produkt spája v sebe poistenie a investovanie do fondov. Poistenie plní úlohu znižovania rizika (volatility) budúcich finančných tokov klienta. Na druhej strane investovanie do fondov zahŕňa v sebe určitú dávku rizika, pri investíciách do akciových fondov dosť vysokú. Výsledný produkt je teda kombináciou produktov určených na znižovanie a zvyšovanie volatility a nazýva sa investičné životné poistenie.

## 2.5 Výhody kolektívneho investovania

Prudký rozmach a atraktivita kolektívneho investovania vyplýva hlavne z výhod, ktoré tento druh investovania prináša. Ekonomický subjekt disponujúci voľnými peňažnými prostriedkami spravidla zvažuje a porovnáva výhody a riziká jednotlivých alternatívnych možností investovania a na základe toho prijíma výsledné rozhodnutia. Svoje prostriedky môže jednoducho uložiť na bežný účet, či termínový vklad, rovnako môže vstúpiť na kapitálový trh a nakupovať priamo akcie a dlhopisy spoločností alebo si môže zvoliť vloženie prostriedkov do podielových fondov, ktoré sú postavené na princípe kolektívneho investovania.

Dôvodov, prečo je výhodné investovať prostredníctvom kolektívneho investovania je viacero, pričom medzi tie najzákladnejšie je možné zaradiť (Chovancová, 2006):

- podstatne vyšší výnos v porovnaní s výnosmi, ktoré je možné dosiahnuť v klasických bankových inštitúciách,
- možnosť zapojiť sa do investovania aj investorom s malým vkladom,
- rozloženie rizika, tzv. diverzifikáciou prispievajú fondy k minimalizácii rizika,
- vysoká likvidita podielových listov,
- alokovaný majetok v podielových fondoch je plne majetkom podielnikov,
- minimalizovanie znehodnocovania prostriedkov prostredníctvom inflačných tlakov,
- pravidelné vyplácanie výnosov,
- reinvestícia výnosov v podobe dividend alebo kapitálového zisku do nových aktív,
- profesionálna správa vkladov,
- jasná investičná stratégia,
- daňové výhody.

## **2.6 Nevýhody kolektívneho investovania**

Pri investovaní do podielových fondov je nevyhnutné počítať aj s negatívnymi aspektmi, ktoré takáto investícia obnáša. Medzi nevýhody kolektívneho investovania patria:

- riziková investícia,
- nie je zaručená návratnosť investície,
- neexistencia ochrany vkladov,
- existencia trhových rizík (menové, úrokové, akciové),
- dlhodobá viazanosť prostriedkov,
- poplatky.

## **2.7 Náklady spojené s investovaním prostredníctvom podielových fondov**

S nepriamym investovaním prostredníctvom fondov sú spojené určité náklady. Tie sú však neporovnateľne nižšie než podobné náklady spojené s individuálnym investovaním. Je to dané tým, že podielový fond zastupuje veľké množstvo investorov a pri rozložení nákladov na jedného investora sú tieto náklady minimálne. Podľa toho, či ich znáša samotný fond alebo

priamo individuálny investor, ich možno rozdeliť na *priame náklady investora* a *náklady fondu*<sup>4</sup>.

### **Priame náklady investora**

Tieto náklady vznikajú investorom obvykle pri realizovaní transakcií s podielmi fondu, teda pri ich nákupe, spätnom predaji, prípadne presune investície medzi jednotlivými fondmi spravovanými tou istou správcovskou spoločnosťou. Výška týchto poplatkov je dopredu známa a presne stanovená v prospekte fondu. Patrí sem:

- *vstupný poplatok*, ktorý investor platí pri nákupe podielov fondu. Jeho výška býva stanovená buď ako určité percento z celkovej hodnoty investície určenej na nákup podielov, alebo ako percentuálna prirážka k aktuálnej cene podielu. Tento poplatok je príjmom správcovskej spoločnosti a slúži na pokrytie nákladov spojených s vydávaním podielových listov. Stáva sa, že niektoré fondy vstupný poplatok neúčtujú.
- *výstupný poplatok*, ktorý investor platí pri spätnom predaji podielov. Jeho výška býva takisto stanovená ako určité percento z celkovej vyplácanej hodnoty plynúcej z predaja podielov alebo ako percentuálna zrážka z aktuálnej ceny podielu. Pri peňažných fondoch sa spravidla výstupné poplatky neúčtujú.
- *poplatok za presun*, ktorý sa účtuje pri presune investície medzi jednotlivými fondmi v tzv. rodine fondov, ktoré sú spravované tou istou správcovskou spoločnosťou. Tento poplatok je vstupným poplatkom pre podielový fond, do ktorého sa investícia presúva. Zvyčajne býva oproti štandardným vstupným poplatkom zvýhodnený.

Okrem vstupných a výstupných poplatkov je potrebné zamerať pozornosť aj na *správcovský* a *depozitársky poplatok*. Správca a depozitár si za poskytovanie svojich služieb z majetku podielnikov stŕhajú určité percento a to pravidelne na ročnej báze. K presunu peňazí dôjde jednoduchým prevodom z účtu fondu na účet správcu a depozitára. Vzhľadom k tomu, že tieto služby sú chápané ako náklady fondu, zverejnená výnosnosť fondu je už od týchto poplatkov očistená.

---

<sup>4</sup> Náklady fondu sú vysvetlené v kapitole 2.11.1.

## 2.8 Základné rozdelenie otvorených podielových fondov

*Otvorené podielové fondy* možno rozdeliť do niekoľkých základných skupín, podľa toho, kam peniaze podielnikov investujú. Od toho sa zároveň odvíja šanca na vysoký či nízky výnos, vysoké či nízke riziko. Platí, že riziko je tým vyššie, čím vyšší je potenciálny výnos. Investor by mal teda presne vedieť, aké veľké riziko je ochotný podstúpiť, ako dlho je ochotný znášať stratu a na ako dlho je ochotný vzdať sa peňazí, ktoré sa rozhodol investovať.

### Fondy peňažného trhu

Investujú do krátkodobých finančných nástrojov na peňažnom trhu. Hlavne do cenných papierov s vopred stanoveným úrokom, vydaných najmä štátom, centrálnou bankou, alebo inou bankou. Celková modifikovaná durácia portfólia fondu nesmie prekročiť hodnotu 1. Tieto fondy zaručujú minimálne riziko, čomu však zodpovedajú aj nižšie výnosy v porovnaní s ostatnými typmi fondov.

Investícia do peňažných fondov je vhodná aj pre investorov bez predchádzajúcich skúseností. Takéto fondy majú veľmi nízke, často dokonca nulové vstupné a výstupné poplatky, takže sa oplatí do nich investovať aj krátkodobo. Väčšinou dosahujú vyššiu výkonnosť ako krátkodobé termínované účty v bankách, pričom peniaze sú kedykoľvek bez sankčných poplatkov k dispozícii do 14 dní po predložení žiadosti o spätný predaj.

### Dlhopisové fondy

Ukladajú peniaze podielnikov najmä do cenných papierov s vopred stanoveným úrokom (dlhopisov), pričom hodnota celkovej modifikovanej durácie<sup>5</sup> portfólia fondu je vyššia ako 1. Doplnkové investovanie do akcií je možné, ale podiel akcií nesmie prekročiť 10 % aktív fondu. Dlhopisové fondy zahŕňujú indexové a garantované fondy viazané na dlhopisové indexy.

Prinášajú investorovi zvyčajne vyšší výnos ako fondy peňažného trhu, sú však aj o niečo rizikovejšie. Sú vhodné pre ľudí, ktorí chcú investovať peniaze na minimálne jeden rok, vzhľadom na poplatky však prinášajú zaujímavé zhodnotenie až po približne dvoch či troch rokoch. Predstavujú vhodnú alternatívu k dlhodobému termínovanému vkladu v banke.

---

<sup>5</sup> Durácia - miera citlivosti cien dlhopisov (resp. portfólia fondu investujúceho do dlhopisov) na zmenu úrokovej miery. Čím je durácia väčšia, tým je táto citlivosť vyššia a naopak.



## Akciové fondy

Akciové fondy investujú do akcií 66 % svojho majetku. Tieto fondy sú spomedzi všetkých fondov najrizikovejšie, na druhej strane však majú potenciál najvyššieho rastu. Prinášajú zvyčajne vyšší výnos až z dlhodobého hľadiska, preto sú vhodnou investíciou iba pre investorov s investičným horizontom nad 5 rokov, ktorým neprekážajú krátkodobé výkyvy a poklesy hodnoty podielu. Akciové fondy môžu byť zamerané na jeden alebo viac sektorov ekonomiky. Ide o fondy, ktoré investujú napríklad výhradne do akcií technologických firiem - v takom prípade hovoríme o akciových technologických fondoch . Podobne môžeme hovoriť o akciových fondoch farmaceutických, telekomunikačných, biotechnologických a podobne.

Protipólom takýchto *jednosektorových* akciových fondov sú fondy *viacsektorové*, ktoré nevyhľadávajú iba jedno odvetvie, ale rozkladajú riziko medzi viac ekonomických sektorov.

Vždy platí, že čím užšie je akciový fond zameraný, tým vyšší potenciálny výnos či stratu, čiže riziko so sebou investorovi prináša.

## Zmiešané fondy

Peniaze podielnikov ukladajú na rôznych trhoch a do rôznych aktív, nemajú pritom nijaké limity na podiel dlhopisov či akcií vo svojom portfóliu. Preto by mal investor vopred poznať stratégiu fondu a jeho zloženie. Zmiešané fondy sú akousi zlatou strednou cestou medzi rizikovými akciovými a konzervatívnymi dlhopisovými fondmi. Investorovi ponúkajú stredné výnosy pri strednom riziku, investičný horizont by mal byť aspoň trojročný.

## Fondy fondov

Trvalo 67% svojich aktív ukladajú tieto fondy do podielových listov a akcií iných investičných fondov. Medzi ich hlavné výhody patrí nízke riziko, ktoré vyplýva z väčšieho rozloženia investície. Podielnik takto zároveň môže investovať aj menšiu čiastku do fondov, ktoré si inak vyžadujú vysokú vstupnú investíciu.

Fondy fondov členíme na akciové a dlhopisové. *Akciový fond fondov* je určený pre skúsenejších investorov, ktorí majú voľné peňažné prostriedky na minimálne päť rokov. Tento druh fondu investuje do finančných aktív (do akcií a podobných nástrojov), ktorých

štruktúra sa počas ich životnosti dynamicky mení. *Dlhopisový fond fondov* kupuje hlavne podiely v iných fondoch, ktoré držia v majetku zase dlhopisy. Takto investuje do dlhopisov a iných dlhových aktív sprostredkované.

## 2.9 Investičné stratégie fondov

Najdôležitejším kritériom hodnotenia úspešnosti investície je výška dosiahnutého zisku. Podielové fondy prinášajú svojim podielnikom zisk v dvoch podobách:

1. *dividendy a kapitálové výnosy* – akcie a dlhopisy, ktoré fond vlastní, prinášajú výnosy v podobe dividend a kupónových platieb. Predajom cenných papierov z portfólia fondu za vyššiu cenu, ako bola obstarávacía cena, dosahuje fond kapitálové výnosy. Fond rozdeľuje tieto výnosy svojim podielnikom vo forme dividend vyplácaných v pravidelných ročných intervaloch.
2. *nárast hodnoty podielového listu* – cenné papiere v portfóliu fondu sa zhodnocujú a dochádza k nárastu ich hodnoty (NAV), čím sa zvýši hodnota podielu podielníka vo fonde. Tieto výnosy nie sú však podielnikom vyplácané formou dividend, ale podielník ich môže získať predajom svojich podielov.

Z hľadiska investičnej stratégie, resp. výnosového zamerania možno teda hovoriť o rôznych druhoch fondov. Najčastejšie sa stretávame s členením (Kohout, 2003) na fondy *výnosové (príjmové), rastové, tezauračné a vyvážené*.

### Výnosové (príjmové) fondy

Cieľom tohto fondu je dosiahnuť čo najvyšší pravidelný ročný príjem pre jeho akcionárov, podielnikov. Na druhej strane však hodnota majetku rastie pomaly. Tento fond je zameraný na investorov, ktorí dávajú prednosť pravidelnému príjmu pred ziskom z dlhodobého rastu trhovými cenami akcií. Z uvedeného vyplýva, že fond musí voliť stratégiu a investovať do prosperujúcich podnikov spĺňajúcich podmienky tohto zámeru.

### Rastové fondy

Rastový fond je zameraný na dlhodobý rast hodnoty investičného podielu. Fond vypláca svojim akcionárom, podielnikom len nepatrný, resp. žiadny príjem. Vytvára sa teda v záujme dlhodobého rastu vlastníckych podielov. Je pre tých investorov, ktorí dávajú

prednosť rastu trhovej ceny akcií pred vyplácaním dividend. Zisk sa teda využíva najmä na zvýšenie majetku a rozšírenie portfólia.

### **Tezauračné fondy**

Ide o taký druh fondu, kedy sa celý ročný výnos investuje do nákupu nových cenných papierov. Ide v podstate o obmenu rastového fondu, iba s tým, že sa nikdy nevypĺacajú výnosy vlastníkom podielov.

### **Vyvážené fondy**

Vo všeobecnosti majú tri základné investičné ciele – zachovať hodnotu pôvodného majetku podielnikov, vyplácať bežné príjmy a vytvárať predpoklady na rast hodnoty pôvodného majetku investorov a ich príjmov. Sú kombináciou výnosových a rastových fondov. Snažia sa minimalizovať riziko bez nadmerného zníženia možnosti rastu hodnoty majetku.

## **2.10 Cena podielových listov**

Podielové listy majú svoju menovitú hodnotu, za ktorú sa obvykle nakupujú na primárnom trhu. Ich menovitá hodnota sa však odlišuje od:

- vnútornej hodnoty,
- trhovej hodnoty (kurz).

*Vnútna hodnota* sa vypočíta z čistého majetku fondu, t. j. súčtu kurzovej hodnoty všetkých cenných papierov v majetku fondu a trhovej ceny. Táto hodnota sa vydolí počtom emitovaných podielových listov (akcií) a výsledkom je hodnota jedného podielového listu (akcie). Veľmi jednoducho to možno určiť pri podielových listoch, pri ktorých sa kurz cenných papierov mení každý deň, z čoho vyplýva, že každý deň sa bude meniť aj hodnota podielového listu.

*Kurz – trhovú hodnotu* – utvára sa na základe ponuky a dopytu na trhoch, kde sa s týmito cennými papiermi obchoduje. Na sekundárnom trhu sa podielové listy uzatvorených fondov predávajú za ceny, ktoré odrážajú očakávania investorov, hodnotenie investičnej stratégie a hospodárenie fondov. To sa v konečnom dôsledku odráža v ponuke i dopyte. Iná

situácia je pri otvorených fondoch, kde je povinnosť spätného odkúpenia priamo investičnou spoločnosťou. Tu sa stanovuje cena na základe čistého imania. V tomto prípade je predajná i nákupná cena podielového listu vždy rovnaká.

Z hľadiska obchodovania je teda pre správcovskú spoločnosť, ale i pre investora dôležité poznať *čistú dennú hodnotu* (*net asset value – NAV*). Ak sú známe kurzy jednotlivých cenných papierov na konci dňa, vynásobíme ich príslušným počtom cenných papierov, odpočítame všetky záväzky spoločnosti, ktoré doteraz nevyrovnala, a výsledný rozdiel sa vydeli celkovým počtom podielových listov (akcií). Výsledkom je hodnota podielového listu, ktorý vlastní podielnik. Teda hodnotu *NAV* na konci určitého dňa *t* možno vyjadriť nasledujúcim vzťahom:

$$NAV_t = \frac{MVA_t - LIAB_t}{NSO_t}, \quad 1.1$$

kde *MVA<sub>t</sub>* (*market value asset*) – trhovú hodnotu majetku správcovskej spoločnosti v Sk,

*LIAB<sub>t</sub>* (*liabilities*) – suma pasív spoločnosti v Sk,

*NSO<sub>t</sub>* (*number of shares outstanding*) – počet podielov spoločnosti na konci dňa *t*.

*NAV* vyjadruje hodnotu jedného podielu, ktorú by majiteľ získal, keby uplatnil svoje právo na vrátenie podielu. Čistá hodnota majetku fondu na jeden podiel sa nazýva aj cena alebo kurz podielu. Táto hodnota sa mení v závislosti od toho, ako sa mení zostava cenných papierov v portfóliu.

## 2.11 Kvantitatívna a kvalitatívna analýza fondov

Na svete existuje v súčasnosti obrovské množstvo fondov, ktoré majú rôzne investičné stratégie a investujú do rôznych nástrojov. Aby si investor vybral vhodný fond, je potrebné poznať viac informácií a nielen jeho výkonnosť.

Pri výbere sa uplatňuje (Chovancová, 2005) kvantitatívna a kvalitatívna analýza. Pomocou *kvantitatívnej analýzy* sa hodnotí výkonnosť fondu, riziko a volatilita, pomerové ukazovatele atď. *Kvalitatívna analýza* sleduje veľkosť fondu, meno správcu, osobnosť manažéra a pod.

### 2.11.1 Kvantitatívne ukazovatele

#### Výnosnosť fondu

Tento ukazovateľ uvádza, ako sa mení pôvodná hodnota investície vo fonde za určité časové obdobie. Súčasťou výpočtu sú aj všetky realizované výplaty z príjmu, pripočítavajú sa aj zmeny čistej hodnoty aktív vo vzťahu k sumám príjmov kapitálových ziskov a tento súčet sa delí čistou hodnotou aktív na začiatku obdobia.

$$\Delta NAV/PL = \frac{NAV_t/PL - NAV_{t-1}/PL}{NAV_{t-1}/PL}, \quad 1.2$$

kde  $\Delta NAV/PL$  – percentuálna zmena čistej hodnoty aktív fondu pripadajúca na jeden podielový list,

$NAV_t/PL$  – čistá hodnota aktív fondu na konci obdobia  $t$  pripadajúca na jeden podielový list,

$NAV_{t-1}/PL$  – čistá hodnota aktív fondu na začiatku obdobia  $t$  pripadajúca na jeden podielový list.

Pre investora je dôležité, aby poznal aj *benchmark* a porovnal výkonnosť fondu s týmto ukazovateľom. Benchmark udáva výnosnosť, ktorá by bola dosiahnutá prípadným investovaním do alternatívneho tržného portfólia. Cieľom je zistiť, či je fond schopný prekonávať výnosnosť benchmarku.

#### Riziko a volatilita

Každá forma investovania, teda aj kolektívne investovanie, nesie so sebou riziká, v menšom či väčšom rozsahu. Riziko je preto ďalším faktorom, ktorý by mal investor brať v úvahu pri investovaní svojich peňažných prostriedkov. *Celkové riziko* je možné rozdeliť na riziko (Veselá, 2007) jedinečné a tržné. Celkové riziko zaujíma predovšetkým investorov, ktorí požadujú, aby ich investícia bola optimálnou kombináciou výnosu a celkového rizika.

*Jedinečné riziko* sa nazýva v odbornej literatúre ako nesystematické, premenlivé riziko. Pri vhodnom rozložení aktív môže byť minimalizované a preto je nazývané tiež ako diverzifikovateľné.

*Tržné riziko* (systematické) vyplýva z celkového ekonomického vývoja a jednotlivých makroekonomických veličín. Pri investovaní len do domácich investičných inštrumentov je systematické riziko nediverzifikovateľné, pretože tuzemské finančné inštrumenty sú ovplyvnené domácim trhom. Tržné riziko je možné eliminovať investíciami do zahraničných investičných inštrumentov.

Je potrebné si uvedomiť, že pri kolektívnom investovaní nesie riziko každý investor. Aj malý investor by mal v konečnom dôsledku sám zvážiť, akú mieru rizika je ochotný a schopný uniesť. Každý investor znáša predovšetkým *obchodné, transakčné, legislatívne a teritoriálne riziká*.

*Obchodné riziká* sú v niektorých typoch kolektívneho investovania súčasťou investičnej stratégie. Ide o fondy, ktoré v stratégii počítajú s možnosťou straty. Fondy sa orientujú zväčša na malé podniky, mimo „hlavného prúdu“, nové podniky, investície do finančných derivátov a pod. Hodnota týchto aktív môže kolísať. Typickými fondmi tohto typu sú hedgingové fondy a agresívne rastové fondy. Z toho vyplýva, že investor musí vopred vedieť, aké riziko je ochotný akceptovať.

*Transakčné riziko* spočíva v potenciálnej možnosti nerealizovania dodávky aktív obchodu, prípadne iného zlyhania transakcií.

*Legislatívne riziko* spočíva v nedostatočnej zákonnej ochrane práv podielnikov fondov. Aj keď legislatívne úpravy smerujú k väčšej ochrane investorov, stále sa objavujú rôzne prípady podvodov založených na nedostatočnej legislatíve.

*Teritoriálne riziko* spočíva najmä v politických, prírodných a spoločenských pomeroch krajiny, v ktorej sa investícia nachádza.

Riziko fondu možno vyjadriť prostredníctvom *volatility* jeho výkonnosti a teda kolísaniu celkových hodnôt okolo hodnôt stredových. Počíta sa pomocou smerodajnej odchýlky, ktorej hodnotu určíme na základe mesačných výnosov za celé porovnávané obdobie. Obecne sa smerodajná odchýlka určí podľa vzorca:

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2}{n - 1}}, \quad 1.3$$

kde  $\sigma$  - smerodajná odchýlka,

$x_i$  – hodnota i-teho pozorovania,

$n$  – počet pozorovaní,

$\bar{x}$  – priemerná hodnota všetkých pozorovaní.

## Náklady fondu

Predpokladom efektívneho fungovania podielového fondu je hospodárne správanie. Každý fond by sa mal teda snažiť znížiť náklady. Všeobecne platí, že čím je fond väčší, tým sú jeho náklady nižšie (vzhľadom na množstvo obhospodarovaných cenných papierov).

Tento nákladový pomer možno vypočítať podľa vzorca:

$$\frac{N_t}{\emptyset NAV_t}, \quad 1.4$$

kde  $N_t$  – ročné náklady podielového fondu,

$\emptyset NAV_t$  - priemerná ročná hodnota čistých aktív.

Nákladový pomer nad 1,5% sa považuje za vysoký a nad 2% už ide o nadmerný pomer. Fondy s vysokými poplatkami (nad 0,25%) majú vysoké nákladové pomery, v priemere asi o 45% vyššie ako nákladové fondy bez týchto poplatkov. Naopak fondy zamerané na fixné príjmy majú tendenciu vykazovať nízke nákladové pomery. Špecializované fondy majú tiež vysoké nákladové pomery.

## Obrat podielového fondu (turnover ratio)

Vyjadruje, koľko nákupov a predajov cenných papierov sa zrealizovalo za určité obdobie, obvykle za jeden rok, v percentuálnom vyjadrení. Vypočíta sa podľa vzorca:

$$turnover\ ratio = \frac{P_{N/P}}{H_{\emptyset A}}, \quad 1.5$$

kde  $P_{N/P}$  – peňažná hodnota nakúpených alebo predaných cenných papierov,

$H_{\emptyset A}$  – hodnota priemerných mesačných aktív fondu v priebehu roku.

Fond, ktorý ustavične mení svoje portfólio cenných papierov tým, že ich stále predáva a nakupuje nové, má vysoký obrat. Ak má obrat 100%, znamená to, že fond v jednom roku

úplne zmenil svoje portfólio. Ak by fond nekúpil, ani nepredal žiadny cenný papier, jeho obrat by sa rovnal nule.

Vysoká obratovosť fondu ešte neznamená, že fond má aj vysokú výkonnosť. Naopak môže investorovi signalizovať, že fond má v držbe nerentabilné cenné papiere. Na druhej strane fond s nízkou obratovosťou môže mať vo svojom portfóliu vysoko hodnotné investície, ktoré nie je preňho výhodné odpredávať.

### **2.11.2 Kvalitatívne ukazovatele**

#### **Veľkosť fondu**

Veľkosť fondu ovplyvňuje v konečnom dôsledku jeho výkonnosť. Ak je fond príliš malý, fixné náklady znižujú jeho výkonnosť. Okrem iného si malý fond nemôže zabezpečiť takú vysokú diverzifikáciu ako veľký fond.

#### **Dátum založenia**

Mnohé správčovské spoločnosti využívajú stratégiu založenia akciového fondu v čase klesajúceho trhu. Takáto stratégia vhodného načasovania založenia fondu môže totiž skresliť jeho výkonnosť na dosť dlhý čas. Niekoľko týždňov od svojho vzniku môže fond držať veľký podiel majetku v hotovosti, ktorý umiestňuje na trhu a často prekonáva i benchmark. Takýto postup pôsobí marketingovo veľmi dobrým dojmom. Pri analýze je však potrebné túto časovú etapu ignorovať a zamerať sa na jeho výkonnosť vtedy, keď je už fond plne rozbehnutý a všetky prostriedky sú zainvestované.

#### **Zdaňovanie zisku z podielových listov**

Zdaňovanie výnosov z podielových fondov je jednou zo slabín slovenskej legislatívy<sup>6</sup>. Pritom nejde len o spôsob, akým sa od 1. apríla 2007 začal zisk z kolektívneho investovania zdaňovať, ale aj o nestabilitu, ktorá prináša chaos a môže ľudí odradiť od sporenia či investovania.

---

<sup>6</sup> Zdaňovanie cenných papierov sa riadi zákonom č. 595/2003 Z. z. o dani z príjmov v znení neskorších predpisov účinným od 1.1.2004.



V súčasnosti sa výnosy z podielových fondov zdaňujú 19% *zrážkovou daňou*. Týka sa to však iba slovenských podielových fondov. V prípade ak sa jedná o príjmy plynúce zo zdrojov v zahraničí - zrážka dane sa neuskutoční, ale klient si tento príjem z vyplatenia/vrátenia podielového listu zahrnie sám do základu dane v daňovom priznaní. Výhodou to môže byť v prípade, že v niektorom z podielových fondov dosiahol stratu. A tú si bude môcť započítať bez toho, aby už počas roka úveroval štát.

## **Informačná politika**

Pre správcovskú spoločnosť s jej fondmi je dôležité, aby mala povest' dôveryhodného partnera. Je to teda nielen otázka výkonnosti fondu, ale aj otvorenej informačnej politiky. Je logické, že ak niekto investuje v dlhodobom časovom horizonte, chce mať istotu, že zveril svoje prostriedky správnej spoločnosti. Preto dôležitými informáciami o spoločnosti sú také údaje ako hodnota podielu, štruktúra portfólia, zmena manažéra fondu a pod.

Spôsob poskytovania informácií o podielových fondoch je upravený zákonom o kolektívnom investovaní<sup>7</sup>. Povinnosti správcovských spoločností a subjektov, ktoré formou verejnej ponuky distribuujú zahraničné produkty kolektívneho investovania, sú vymedzené pozitívne aj negatívne, t.j. zákon na jednej strane ukladá povinnosť isté informácie zverejňovať a na strane druhej poskytovanie niektorých informácií výslovne zakazuje<sup>8</sup>.

Správcovské spoločnosti sú povinné bez zbytočného odkladu predložiť NBS a depozitárovi aktuálne znenie predajného prospektu a zjednodušeného prospektu po ich zmene, ročnú správu, polročnú správu a doklad o ich zverejnení.

Každá správcovská spoločnosť zverejňuje najneskôr do dvoch mesiacov po uplynutí prvých šiestich mesiacov kalendárneho roka polročnú správu a najneskôr do štyroch mesiacov po uplynutí kalendárneho roka ročnú správu<sup>9</sup>.

---

<sup>7</sup> Podľa § 89 zákona č. 594/2003 Z. z. o kolektívnom investovaní.

<sup>8</sup> Zákon zakazuje používať pri propagácii podielových fondov nepravdivé alebo zavádzajúce informácie, alebo zamlčovať skutočnosti, dôležité pre rozhodovanie podielnikov, najmä ponúkať výhody, ktorých spoľahlivosť nemôže byť preukázaná. Zakázané je tiež uvádzať nesprávne údaje o personálnych, technických a organizačných predpokladoch činnosti podielového fondu.

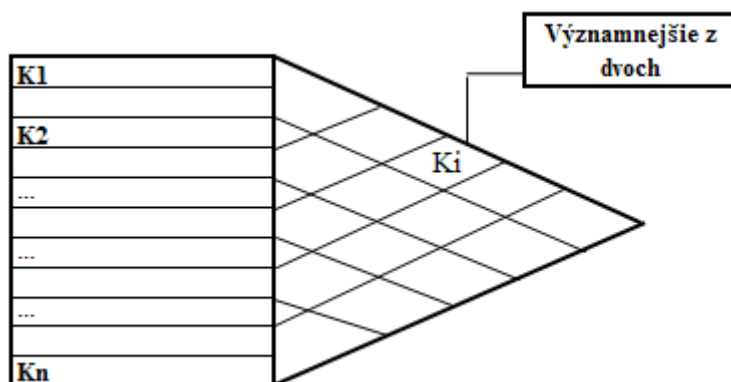
<sup>9</sup> Dokumenty sú uverejnené v dennej tlači s celoštátnou pôsobnosťou alebo s dostatočným rozšírením v Slovenskej republike alebo bezplatné sprístupnenie v písomnej forme alebo na trvanlivom médiu v sídle správcovskej spoločnosti.

## 2.12 Rozhodovacia analýza

*Rozhodovacia analýza* je metóda vhodná pre riešenie zložitých rozhodovacích problémov. Podstata rozhodovacej analýzy spočíva v tom, že používa sústavy štandardných programov a postupov ku kvalifikovanému vyjadreniu preferencie variant. Meria a porovnáva ako úžitnosť, tak riziko jednotlivých variant a umožňuje určiť výsledný efekt variant.

Pre určenie najvýhodnejšieho podielového fondu sa použije *rozhodovacia matica*, ktorá umožňuje formalizovať proces hodnotenia úžitnosti i rizika variant podľa niekoľkých kritérií (Zonková, 1995). Najskôr sa stanovujú kritéria pre jednotlivé varianty a následne dochádza k párovému porovnaniu daných kritérií, čo sa realizuje pomocou rozhodovacej matice pre párové porovnanie (Tab. 2.1).

**Tab. 2.1 Rozhodovacia matica pre párové porovnanie**



Každému z kritérií je následne priradená váha. Veľkosť váhy sa určí prostredníctvom *metódy párového porovnania*, pomocou ktorej sa pre každé kritérium zisťuje počet jeho preferencií vzhľadom k všetkým ostatným kritériám. Celkový počet výskytu jednotlivých kritérií v poliach siete nám udáva váhu týchto kritérií, od čoho sa odvíja taktiež ich poradie dôležitosti (Tab. 2.2).

**Tab. 2.2 Stanovenie váh kritérií**

Kritérium	Počet volieb	Váha
$K_1$		$v_1$
...		...
$K_n$		$v_n$

Zdroj: Zonková, Z. *Rozhodování manažera*

Prepočtom kritérií, ktoré sú vyjadrené vo svojich prirodzených jednotkách, sa získa *matica prostých úžitností* (Tab. 2.3), ktorá vyjadruje, do akej percentuálnej miery fond spĺňa požiadavky na jednotlivé kritéria. Najlepšia hodnota je označená 100%. Hodnote varianty, ktorá najlepšie spĺňa naše požiadavky, bude priradená hodnota 100%.

**Tab. 2.3 Matica prostých úžitností**

	$V_1 \dots V_n$
$K_1$	$h_{K_1V_1} \dots h_{K_1V_n}$
...	...
$K_n$	$h_{K_nV_1} \dots h_{K_nV_n}$

Zdroj: Zonková, Z. *Rozhodování manažera*

$K_1 \dots K_n$  – jednotlivé kritéria

$V_1 \dots V_n$  – jednotlivé varianty (podielové fondy)

$h_{K_nV_1} \dots h_{K_nV_n}$  - hodnota jednotlivých variant podľa daných kritérií

Na základe stanovených váh sa následne môže zostaviť *matica vážených úžitností* (Tab. 2.4), ktorá sa určí tak, že hodnotu kritérií z tabuľky prostých úžitností vynásobíme váhou, ktorá prináleží danému kritériu.

**Tab. 2.4 Matica vážených úžitností**

	Váha	$V_1 \dots V_n$	$V_{\max}$
$K_1$	$v_1$	$H_{K_1V_1} \dots H_{K_1V_n}$	
...	...	...	
$K_n$	$v_n$	$H_{K_nV_1} \dots H_{K_nV_n}$	
Celková úžitnosť		$U_1 \dots U_n$	$U_{\max}$
Relatívna úžitnosť		$R_1 \dots R_n$	100%

Zdroj: Zonková, Z. *Rozhodování manažera*

$H_{K_nV_1} \dots H_{K_nV_n}$  - hodnota varianty  $V_j$  z hľadiska kritéria  $K_i$

Na základe matice vážených úžitností sa zistí, ktorá z variant je najlepšia, pričom varianta, ktorá má najvyššiu relatívnu úžitnosť je považovaná za optimálnu.

### 3 Charakteristika vybraných podielových fondov

Na Slovensku zaznamenalo kolektívne investovanie v posledných rokoch obrovský boom. Výrazne sa zvýšil aj objem peňazí, ktoré klienti zverili do rúk správcovských spoločností. Ľudia hľadajú alternatívu k bankovým vkladom a zároveň lepšie zhodnotenie svojich úspor. Na trhu otvorených podielových fondov existuje čoraz väčšie množstvo fondov<sup>10</sup>, čo investorovi ponúka širšie možnosti investovania, no na druhej strane mu to sťažuje rozhodovanie pri výbere podielového fondu. Racionálny investor by si mal ešte predtým ako sa rozhodne investovať svoje peniaze, určitým konkrétnym spôsobom dôkladne premyslieť každú svoju finančnú investíciu.

Najsilnejšiu pozíciu v správe otvorených podielových fondov v SR si aj naďalej udržiavajú domáce správcovské spoločnosti vlastnené tromi najväčšími retailovými bankami – *Asset Management Slovenskej sporiteľne* (AM SLSP), *Tatra Asset Management* (TAM) a *VÚB Asset Management* (VÚB AM). Ich silnou stránkou je najmä distribúcia a znalosť značky medzi širokými masami.

Tieto tri správcovské spoločnosti mali na konci roka 2008 podiel na trhu vo výške viac ako 85%<sup>11</sup>. Tento vývoj potvrdzuje skutočnosť, že pobočkové siete bánk majú v súčasnosti dominanciu v predaji podielových fondov v SR a že silný rast aktív fondov bol výsledkom konverzie bankových vkladov. V prípade troch najväčších správcov je okrem širokej pobočkovej siete významnou konkurenčnou výhodou aj silné obchodné meno medzi širokými vrstvami obyvateľstva spájajúce sa s určitou úrovňou garancie. Predpokladá sa, že títo traja najväčší správcovia si budú aj naďalej v budúcnosti udržiavať dominantné postavenie na trhu podielových fondov.

Jednotliví investori si môžu pri výbere konkrétneho podielového fondu stanoviť veľké množstvo rôznych kritérií a každému z nich pripisovať rôznu dôležitosť.

Základným kritériom pri výbere podielového fondu je, aby bol typu *otvoreného podielového fondu*. Podielové listy otvoreného podielového fondu je možné kedykoľvek odpredať späť fondu za aktuálnu cenu. Pri uzatvorenom podielovom fonde neexistuje možnosť spätného predaja.

Ďalším významným kritériom v rámci porovnania podielových fondov je *zloženie portfólia* fondu podľa druhu aktív. U každej zo zvolených správcovských spoločností bol

---

<sup>10</sup> Na konci roka 2008 bolo evidovaných 123 domácich a 380 zahraničných otvorených podielových fondov.

<sup>11</sup> Grafické zobrazenie podielov na trhu jednotlivých správcovských spoločností k 31. 12. 2008 sa nachádza v Prílohe č. 1.

vybraný jeden peňažný, dlhopisový, akciový a zmiešaný fond<sup>12</sup>, ktoré budú vzájomne porovnávané.

Rovnako minimálna doba existencie fondov je dôležitým kritériom pri ich výbere. Spomedzi fondov boli vybrané tie, ktoré existujú a pôsobia na kapitálovom trhu *minimálne 5 rokov*.

Pre investora sú v rámci investovania veľmi dôležité taktiež *dostupné informácie*, pretože len kvalitné a pravdivé informácie sú základným predpokladom pre správne rozhodovanie o nakladaní s úsporami. Bez informácií o ponúkaných podielových fondoch nie je klient schopný zodpovedne ohodnotiť kvalitu a riziko ponúkaného produktu. Informácie k jednotlivým podielovým fondom boli získané z mesačných reportov a výročných správ vybraných fondov.

### **3.1 Asset Management Slovenskej sporiteľne, správ. spol., a. s.**

Správcovská spoločnosť Asset Management Slovenskej sporiteľne, a. s. bola založená v roku 2001 a je 100 % dcérskou spoločnosťou Slovenskej sporiteľne. Od roku 2004 je najväčšou slovenskou správcovskou spoločnosťou na domácom trhu kolektívneho investovania.

Klientom ponúka možnosť investovať do vlastných SPORO podielových fondov prostredníctvom jednorazových investícií alebo pravidelného sporenia (vrátane sporenia na dôchodok), do SPORO Investičných profilov a do podielových fondov ESPA spravovaných rakúskou spoločnosťou Erste-Sparinvest. Pod správou má veľké množstvo podielových fondov<sup>13</sup>, medzi ktoré patria aj *SPORO Eurový peňažný fond*, *SPORO Eurový dlhopisový fond*, *ESPA Stock Europe Property* a *SPORO Konzervatívny zmiešaný fond*.

#### **3.1.1 SPORO Eurový peňažný fond (SEPF)**

Fond bol založený v roku 2001 a investuje peňažné prostriedky do nástrojov peňažného trhu a dlhových cenných papierov denominovaných predovšetkým v Eurách, najmä štátnych pokladničných poukázok, štátnych dlhopisov a termínovaných depozít.

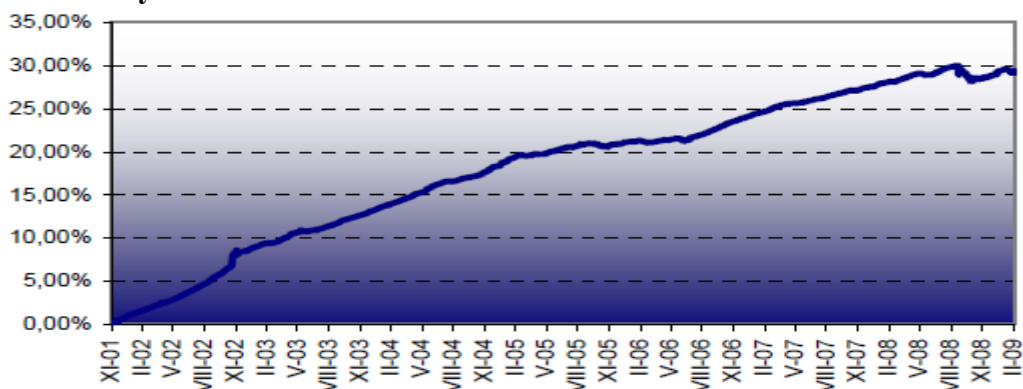
---

<sup>12</sup> Okrem správcovskej spoločnosti Tatra Asset Management, ktorá v súčasnosti obhospodaruje len 1 domáci zmiešaný fond (TAM MarketNeutral fund), ktorý pôsobí na slovenskom kapitálovom trhu len od minulého roku. Preto boli v rámci skupiny zmiešaných fondov porovnávané len zmiešané fondy Asset Management Slovenskej sporiteľne a VÚB Asset Managementu.

<sup>13</sup> Zoznam podielových fondov pod správou správcovskej spoločnosti Asset Management Slovenskej sporiteľne, a. s. sa nachádza v Prílohe č.2.

Celková durácia portfólia je kratšia ako 1 rok. Portfólio fondu neobsahuje žiadny podiel akcií. Výkonnosť fondu od roku 2001 do roku 2009 je znázornená v nasledujúcom Grafe 3.1.

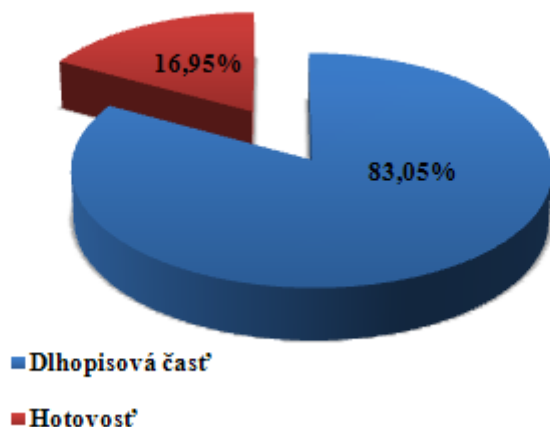
**Graf 3.1 Výkonnosť SEPF od roku 2001 do roku 2009**



Zdroj: [www.amslsp.sk](http://www.amslsp.sk)

Z Grafu 3.2 je možné sledovať, že prevažnú časť zdrojov investuje SPORO Eurový peňažný fond do dlhopisov a to v objeme 83,05%, zvyšných 16,95% tvoria investície do hotovosti.

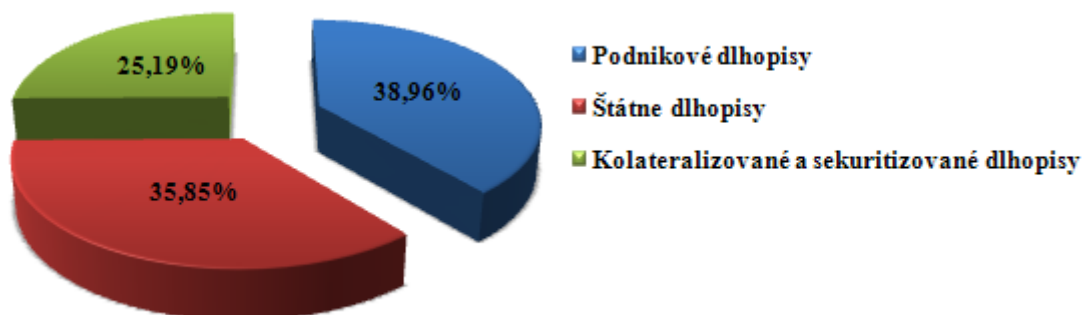
**Graf 3.2 Rozloženie portfólia SEPF podľa typu aktív k 27. februáru 2009**



Najviac zdrojov v rámci dlhopisovej časti bolo investovaných do podnikových dlhopisov a to takmer 39% a tiež do štátnych dlhopisov, ktoré predstavujú 35,85%. Zvyšné zdroje fond investuje do kolateralizovaných a sekuritizovaných dlhopisov.

Percentuálne rozloženie dlhopisovej časti portfólia SEPF zobrazuje Graf 3.3.

**Graf 3.3 Rozloženie dlhopisovej časti portfólia SEPF k 27. februáru 2009**

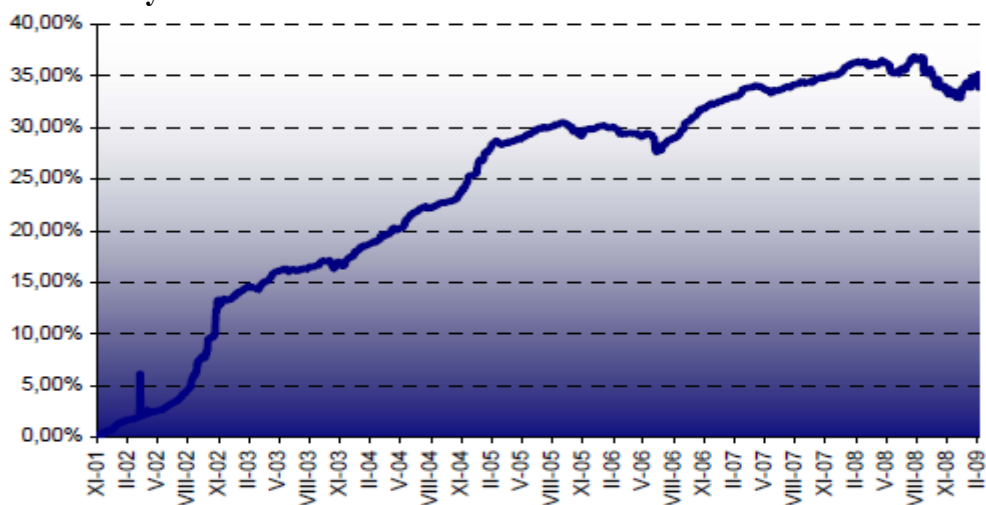


### 3.1.2 SPORO Eurový dlhopisový fond (SEDF)

Fond investuje peňažné prostriedky do dlhových cenných papierov denominovaných predovšetkým v EUR, najmä štátnych dlhopisov, štátnych pokladničných poukážok a eurodlhopisov. Fond môže investovať aj do podnikových dlhopisov s investičným ratingom. Celková dĺžka portfólia je dlhšia ako 1 rok. Portfólio fondu môže obsahovať maximálne 10 % podiel akcií.

V Grafe 3.4 je znázornená výkonnosť SPORO Eurového dlhopisového fondu od roku 2001 do roku 2009.

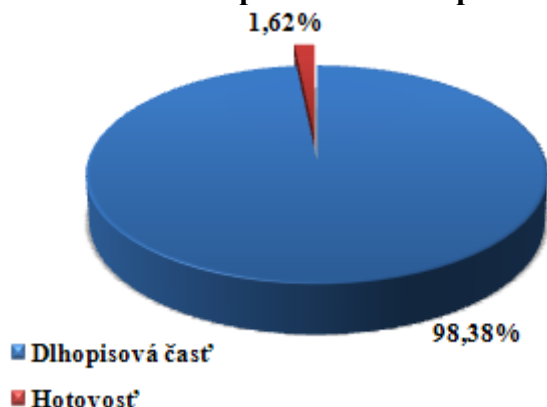
**Graf 3.4 Výkonnosť SEDF od roku 2001 do roku 2009**



Zdroj: [www.amslsp.sk](http://www.amslsp.sk)

Portfólio SPORO Eurového dlhopisového fondu tvorí podľa Grafu 3.5 hlavne dlhopisová časť, a to 98,38%. Len malá časť zdrojov je investovaná do hotovosti (1,62%).

**Graf 3.5 Rozloženie portfólia SEDF podľa typu aktív k 27. februáru 2009**



Ako je možné vidieť v Grafe 3.6, v rámci rozloženia dlhopisovej časti portfólia, fond investuje 54,44 % do štátnych dlhopisov, 29,42% do podnikových dlhopisov a zvyšných 16,32% tvoria kolateralizované a sekuritizované dlhopisy.

**Graf 3.6 Rozloženie dlhopisovej časti portfólia SEDF k 27. februáru 2009**



### **3.1.3 ESPA Stock Europe Property (ESPA SEP)**

V roku 2005 predstavil Asset Management Slovenskej sporiteľne, a. s. na slovenskom kapitálovom trhu akciový fond sesterskej správcovskej spoločnosti z Rakúska Erste-Sparinvest s názvom *ESPA Stock Europe Property*.



ESPA SEP je kapitálový investičný fond, ktorý bol založený v máji roku 2001. Fond síce administruje Erste-Sparinvest, no investičným manažérom je londýnska spoločnosť Henderson Global Investors<sup>14</sup>.

Manažment fondu investuje do akcií kapitálovo silných európskych spoločností kótovaných na burze, ktoré sa zaoberajú prenájmom kancelárskych, obytných a obchodných priestorov. Rozložením na najväčšie a najrenomovanejšie spoločnosti je zaručená potrebná likvidita investície. Manažment fondu sa opiera o štruktúrovaný investičný proces spojený s kontrolou rizika. Riziko cudzej meny GBP je z väčšej časti zaistené.

Relatívna výkonnosť fondu ESPA Stock Europe Property je znázornená v Grafe 3.7.

**Graf 3.7 Relatívna výkonnosť fondu ESPA SEP od roku 2001 do roku 2009 v Eurách**



Zdroj: [www.sk.sparinvest.com](http://www.sk.sparinvest.com)

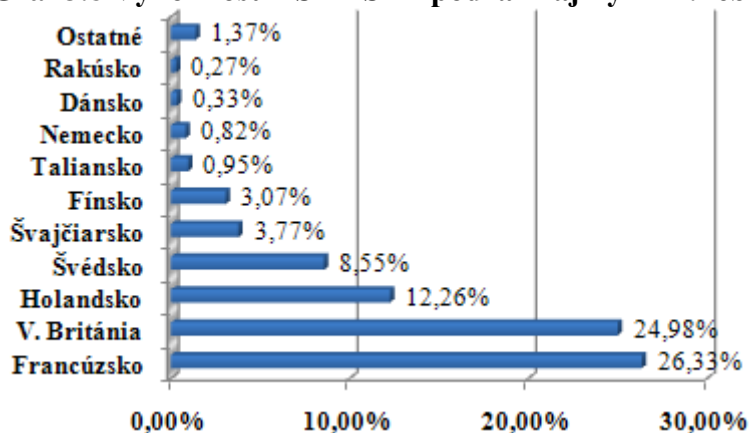
Kapitálový investičný fond dosahuje najvyššiu výkonnosť vďaka investovaniu do akcií z odvetvia nehnuteľností vo Francúzsku a Veľkej Británii.

Fond realizuje taktiež investície do akcií kapitálovo silných európskych spoločností, ktorých domicil je v Holandsku, Švédsku, Švajčiarsku, Fínsku, Taliansku, Nemecku, Dánsku či Rakúsku.

<sup>14</sup> Henderson Global Investors je medzinárodná investičná spoločnosť, ktorá sídli v Londýne.

Výkonnosť ESTA Stock Europe Property podľa krajín je zobrazená v Grafe 3.8.

**Graf 3.8 Výkonnosť ESPA SEP podľa krajiny k 27. februáru 2009**



### 3.1.4 SPORO Konzervatívny zmiešaný fond (SKZF)

Fond bol založený v roku 2002, pričom investuje peňažné prostriedky do dlhových aktív a svetových akcií. Portfólio fondu je štandardne rozložené v pomere 75% dlhové aktíva a 25% svetové akcie. Prevažná časť dlhových aktív je v Eurách. Podiel akcií v portfóliu fondu sa môže voči štandardnému rozloženiu portfólia odchyľovať v pomere +/- 10%.

Výkonnosť fondu od roku 2002 až do roku 2009 je možné sledovať z Grafu 3.9.

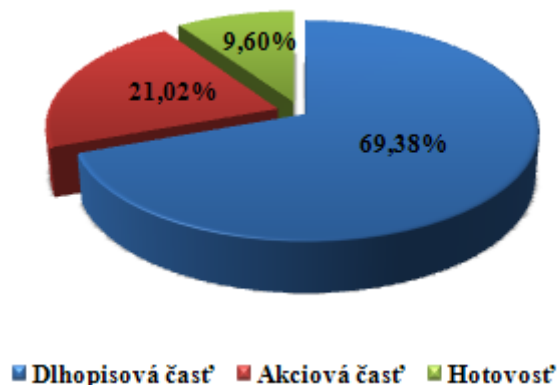
**Graf 3.9 Výkonnosť SKZF od roku 2002 do roku 2009**



Zdroj: [www.amslsp.sk](http://www.amslsp.sk)

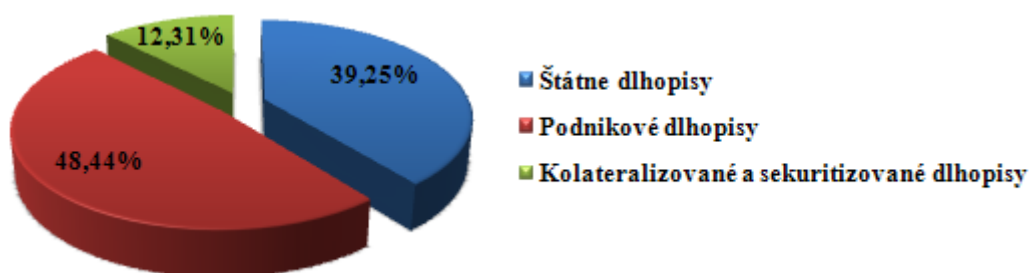
Ako vidieť na Grafe 3.10, SPORO Konzervatívny zmiešaný fond investuje viac ako 69% zdrojov do dlhopisovej časti portfólia, 21,02% do akciovej časti a zvyšných 9,6% tvorí hotovosť.

**Graf 3.10 Rozloženie portfólia SKZF podľa typu aktív k 27. februáru 2009**



Podľa Grafu 3.11 najvyšší podiel v rámci dlhopisovej časti portfólia tvoria investície do podnikových dlhopisov, a to 48,44%. Necelých 40% vkladov do dlhopisov predstavujú štátne dlhopisy a zvyšnú časť fond investuje do kolateralizovaných a sekuritizovaných dlhopisov.

**Graf 3.11 Rozloženie dlhopisovej časti portfólia SKZF k 27. februáru 2009**



### 3.2 VÚB Asset Management, správ. spol., a. s.

VÚB Asset Management, správ. spol., a. s. je 100% dcérskou spoločnosťou Všeobecnej úverovej banky, a. s. V apríli roku 2000 získala spoločnosť na základe rozhodnutia Ministerstva financií SR<sup>15</sup> povolenie na činnosť a správu podielových fondov. Predmetom činnosti správcovskej spoločnosti je zhromažďovať peňažné prostriedky od

<sup>15</sup> Rozhodnutie č. 002/2000/SS Ministerstva financií SR.

verejnosti na základe verejnej výzvy za účelom ich investovania do majetku vymedzeného zákonom a z takto zhromaždeného majetku vytvárať a spravovať podielové fondy a vykonávať nútenú správu podielových fondov.

Od začiatku svojej činnosti sa VÚB Asset Management zaradila medzi popredné slovenské správcovské spoločnosti. Spoločnosť je členom Asociácie správcovských spoločností od mája 2000 a depozitárom podielových fondov VÚB Asset Management je Všeobecná úverová banka, a. s.

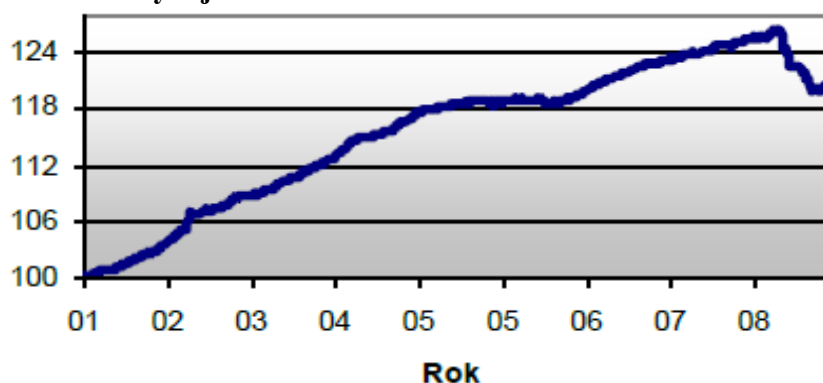
Spoločnosť v súčasnosti spravuje deväť otvorených podielových fondov<sup>16</sup>, medzi ktoré patria aj *VÚB AM Peňažný eurový fond*, *VÚB AM Dlhopisový konvergentný fond*, *GIS Euro Equities Opportunity* a *VÚB AM Vyvážený rastový fond*.

### 3.2.1 VÚB AM Peňažný eurový fond (VÚB AM PEF)

Fond investuje do konzervatívnych dlhových cenných papierov a nástrojov peňažného trhu denominovaných v eurách, prinášajúcich pravidelný výnos, najmä vládou garantovaných dlhopisov a dlhopisov bonitných bánk. Jeho cieľom je dosiahnuť lepšie zhodnotenie, ako ponúkajú krátkodobé termínované vklady v eurách. Odporúčaný investičný horizont je 1 rok.

V Grafe 3.12 je znázornený vývoj zhodnotenia Peňažného Eurového fondu od roku 2001 do roku 2009.

**Graf 3.12 Vývoj zhodnotenia VÚB AM PEF v Eurách od roku 2001 do roku 2009**



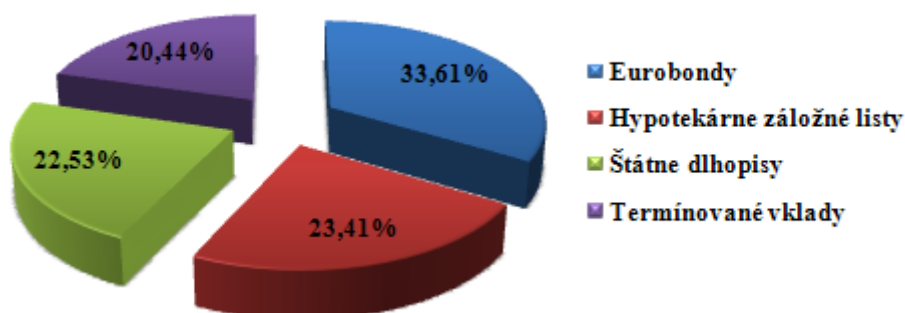
Zdroj: [www.vubam.sk](http://www.vubam.sk)

Peňažný eurový fond investuje 33,61% získaných zdrojov hlavne do eurobondov<sup>17</sup>, hneď za nimi nasledujú investície do hypotekárnych záložných listov, štátnych dlhopisov a napokon do termínovaných vkladov.

<sup>16</sup> Zoznam otvorených podielových fondov, ktoré spravuje VÚB Asset Management, a. s. sa nachádza v Prílohe č. 3.

Celkové rozloženie investícií PEF k 27. februáru 2009 je možné sledovať v Grafe 3.13.

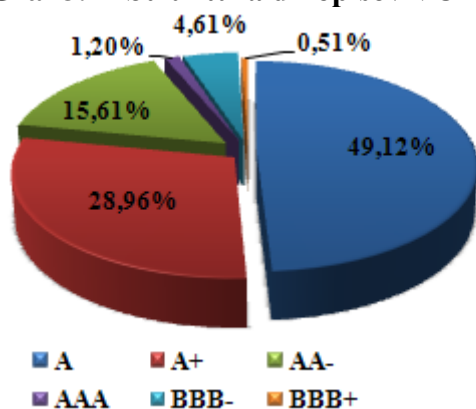
**Graf 3.13 Rozloženie investícií VÚB AM PEF k 27. februáru 2009**



Peňažný eurový fond investuje do rôznych druhov dlhopisov na základe im udeleného ratingu<sup>18</sup>. Práve ratingy pomáhajú investorom v ich posudzovaní rizík pri investovaní do dlhopisov. Tri najvýznamnejšie a najčastejšie využívané ratingové agentúry, produkujúce takéto hodnotenia sú *Moody's*, *Standard & Poor's* a *Fitch*.

Štruktúra dlhopisov Peňažného eurového fondu podľa ratingu je zobrazená v Grafe 3.14.

**Graf 3.14 Štruktúra dlhopisov VÚB AM PEF podľa ratingu k 27. februáru 2009**



Najväčší podiel investícií do dlhopisov Peňažného eurového fondu tvoria dlhopisy s udeleným ratingom A, ktoré sú vydávané emitentmi, ktorí majú silnú schopnosť plniť finančné záväzky. Za nimi nasledujú dlhopisy s ratingom A+, AA- a len 1,20% zdrojov

<sup>17</sup> Eurobond je dlhopis denominovaný v inej mene, ako je mena krajiny, ktorá ho vydáva.

<sup>18</sup> Rating vyjadruje názor ratingovej agentúry na to, či spoločnosť bude schopná v stanovených termínoch vyplácať výnos dlhopisu a nakoniec splatiť dlhopis.

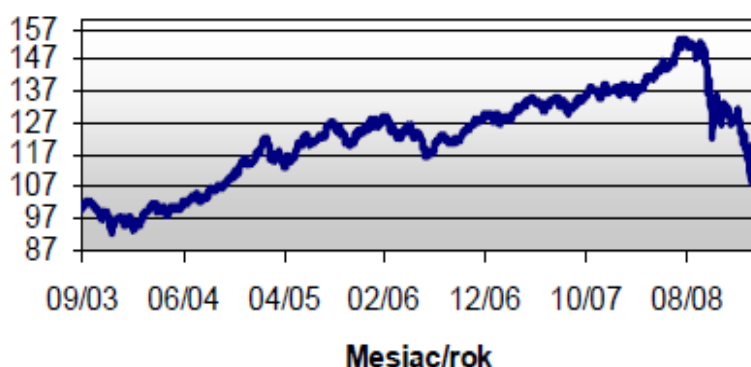
investuje fond do dlhopisov s najlepším ratingom AAA. Investície podielového fondu do dlhopisov s ratingom BBB- a BBB+ predstavujú pre investora informácie o dostatočnej schopnosti emitenta plniť si svoje finančné záväzky, aj keď konjunktúra a okolie ju môžu značne ovplyvniť.

### 3.2.2 VÚB AM Dlhopisový konvergentný fond (VÚB AM DKF)

Fond investuje do konzervatívnych dlhových cenných papierov krajín konvergujúcich do EÚ a EMÚ, denominovaných v lokálnych menách a v eurách, prinášajúcich pravidelný výnos. Ide najmä o investície do vládou garantovaných dlhopisov a dlhopisov bonitných bánk.

Jeho cieľom je v priebehu konvergenzie profitovať v eurách z úrokových diferenciálov a posilňovania lokálnych mien voči Euru. Odporúčaný investičný horizont je najmenej 2 roky. Vývoj zhodnotenia Dlhopisového konvergentného fondu v Eurách je možné sledovať prostredníctvom Grafu 3.15.

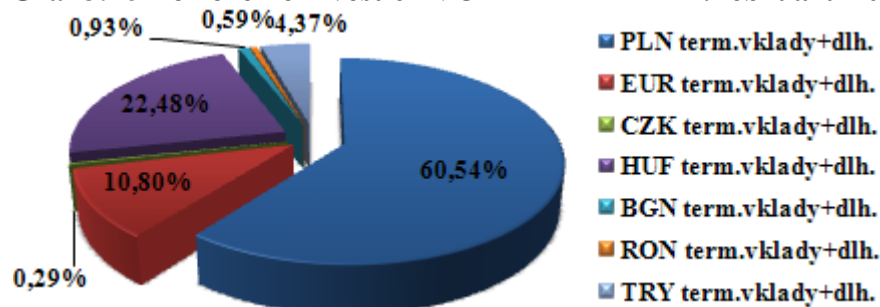
**Graf 3.15 Vývoj zhodnotenia VÚB AM DKF v Eurách od roku 2003 do roku 2009**



Zdroj: [www.vubam.sk](http://www.vubam.sk)

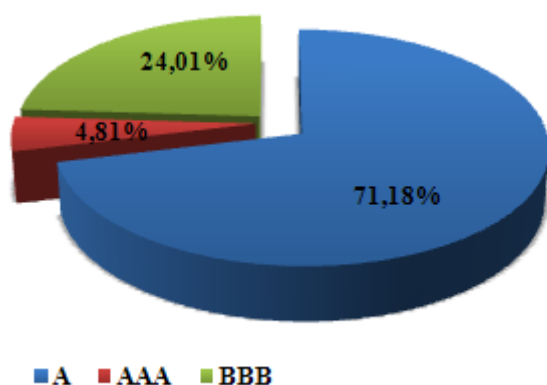
Rozloženie investícií VÚB AM DKF k 27. februáru 2009 udáva Graf 3.16.

**Graf 3.16 Rozloženie investícií VÚB AM DKF k 27. februáru 2009**



Z predchádzajúceho grafu je zrejmé, že najviac investovaných zdrojov smeruje do termínovaných vkladov a dlhopisov vyjadrených v PLN, a to 60,54%. Za nimi nasledujú investície do finančných nástrojov znejúcich v mene HUF a EUR. Najmenej zdrojov fond investuje do termínovaných vkladov a dlhopisov vyjadrených v TRY, BGN, RON a CZK.

**Graf 3.17 Štruktúra dlhopisov VÚB AM DKF podľa ratingu k 27. februáru 2009**



Z Grafu 3.17 je možné si všimnúť, že najväčší podiel zdrojov v rámci dlhopisov fond investuje do dlhopisov s ratingom A, a to 71,18%. Len 4,18% investícií je realizovaných do dlhopisov s udeleným ratingom AAA a 24,01% dlhopisovej časti portfólia tvoria dlhopisy s ratingom BBB.

### **3.2.3 GIS Euro Equities Opportunity (GIS EEO)**

VÚB banka prináša na trh kolektívneho investovania aj možnosť investovania do fondov investičnej spoločnosti Generali Investments SICAV, Luxemburg, ktoré vhodne dopĺňajú aktuálne portfólio fondov spoločnosti VÚB Asset Management.

Investíciou do fondov Generali Investments SICAV je možné zhodnotiť svoje peniaze na svetových finančných trhoch a získať možnosť nadštandardne zhodnotiť svoje úspory.

GIS Euro Equities Oportunity je akciový fond, ktorý pôsobí na európskom kapitálovom trhu od roku 2002. Pôvodný názov fondu bol Euro Equities Dynamic. Správcovskou spoločnosťou fondu je *Generali Investments Luxembourg, S.A.* a depozitárom je banka *Crédit Agricole*. Fond má pas UCITS III, čo znamená, že jeho správa je vykonávaná v súlade s direktívami Európskej únie. Investície do fondu môžu investori realizovať prostredníctvom VÚB banky.

Tento fond investuje najmä do akcií spoločností kótovaných na akciových burzách členských štátov Európskej menovej únie. Investičným cieľom je dosiahnuť dlhodobý rast

investovaného kapitálu a prekonať výkonnosť benchmarku, ktorým je index Dow Jones EURO STOXX 50.

Výkonnosť akciového fondu GIS Euro Equities Opoortunity je znázornená v Grafe 3.18.

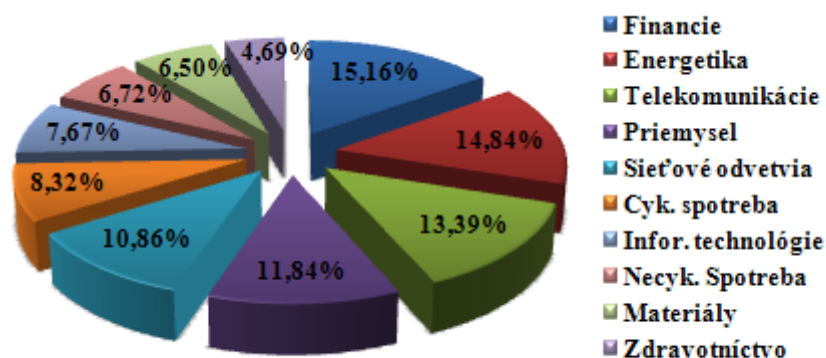
**Graf 3.18 Vývoj výkonnosti GIS EEO v Eurách od roku 2004 do roku 2009**



Zdroj: [www.generali.sk](http://www.generali.sk)

Ako vyplýva z nasledujúceho Grafu 3.19, fond investuje získané zdroje do rôznych ekonomických sektorov. Najväčšie investície sú nasmerované do sektorov financií, energetiky, telekomunikácií, priemyslu a sieťových odvetví. Menší podiel v portfóliu predstavujú investície v oblasti zdravotníctva, spotreby alebo informačných technológií.

**Graf 3.19 Zloženie portfólia GIS EEO podľa sektoru k 27. februáru 2009**



### 3.2.4 VÚB AM Vyvážený rastový fond (VÚB AM VRF)

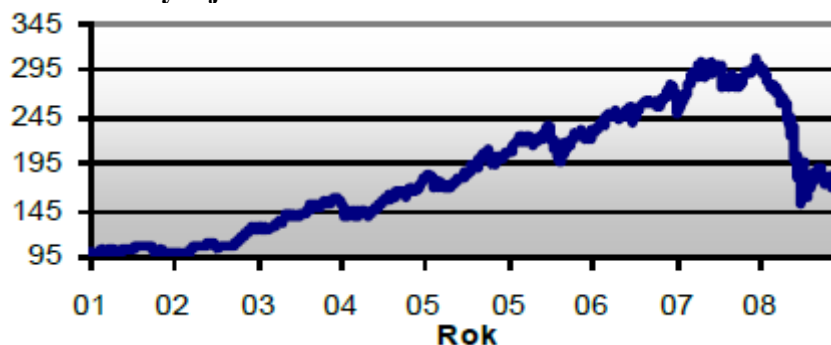
Fond investuje do dlhových cenných papierov a akcií na rozvíjajúcich sa trhoch. Investície fondu sú zamerané najmä na likvidné cenné papiere, ktoré prinášajú nadpriemerný výnos alebo majú vysoký potenciál rastu ceny. Cieľom fondu je dosiahnuť v dlhodobom



horizonte vysoké zhodnotenie investícií v USD pri vysokom riziku. Odporúčaný investičný horizont je najmenej 5 rokov.

Vývoj zhodnotenia VÚB AM Konzervatívneho portfólia od roku 2006 do roku 2009 uvádza nasledujúci Graf 3.20.

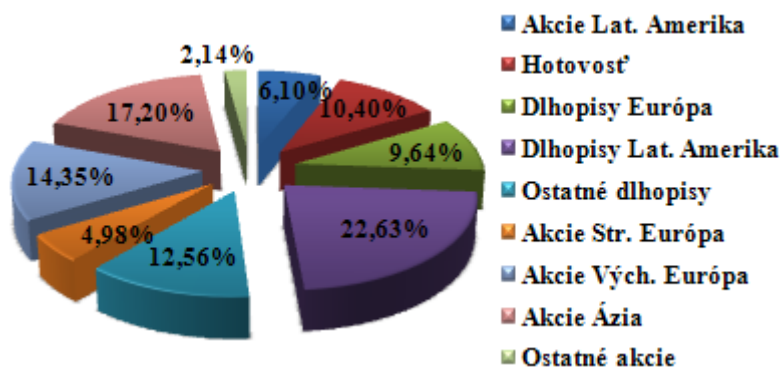
**Graf 3.20 Vývoj zhodnotenia VÚB AM VRF v USD od roku 2001 do roku 2009**



Zdroj: [www.vubam.sk](http://www.vubam.sk)

Fond, v rámci svojej investičnej stratégie, investuje najväčšiu časť zdrojov do dlhopisov Latinskej Ameriky, presne 22,63%. Zvyšné peňažné prostriedky sú rozdelené v investíciách do akcií Latinskej Ameriky, Ázie, Východnej Európy, Strednej Európy a ostatných akcií. Fond realizuje tiež investície do hotovosti, dlhopisov v rámci Európy a ostatných dlhopisov. Rozloženie investícií Vyváženého rastového fondu je možné vidieť v Grafe 3.21.

**Graf 3.21 Rozloženie investícií VÚB AM VRF k 27. februáru 2009**

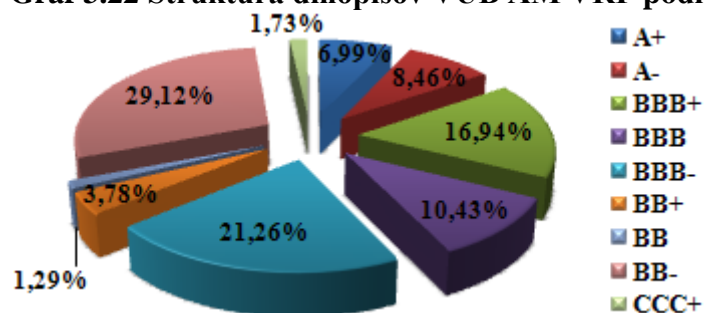


Najväčší podiel v štruktúre dlhopisov VÚB AM VRF tvoria dlhopisy s ratingom BB-, ktoré vyjadrujú, že schopnosť plniť záväzky je pre investora zaistená, len keď je konjunkturálne okolie stabilné.

Rovnako investície do dlhopisov s ratingom BBB- a BBB+ ovplyvňujú štruktúru dlhopisov fondu podľa ratingu. Malé množstvo dlhopisovej časti portfólia fondu utvárajú taktiež dlhopisy s udeleným ratingom BBB, BB, BB+ a CCC+.

Z Grafu 3.22 je možné taktiež sledovať, že fond investuje aj do dlhopisov s ratingom A+ a A-, ktoré pre emitenta znamenajú silnú schopnosť plniť si svoje záväzky.

**Graf 3.22 Štruktúra dlhopisov VÚB AM VRF podľa ratingu k 27. februáru 2009**



### 3.3 Tatra Asset Management

Správcovská spoločnosť Tatra Asset Management (TAM) bola založená v marci 1998 ako 100%-ná dcérska spoločnosť Tatra banky. Know-how v oblasti kolektívneho investovania a personálne zázemie bolo v Tatra banke budované už od roku 1992 v súvislosti s kupónovou privatizáciou (Tatra Kupón Fond). Vytvorenie samostatnej spoločnosti bolo prirodzeným vyústením snahy Tatra banky preniknúť na slovenský trh kolektívneho investovania.

Iba neustálym rozširovaním ponuky služieb a ich kvality je možné zachovať doterajší trend. Aj preto pribúdajú v ponuke TAM stále nové fondy, čím sa klientom otvára stále väčší rozhodovací priestor pri výbere najvhodnejšej investičnej stratégie. Rovnako sa rozširuje aj paleta doplnkových služieb. Hlavnou zásadou informačnej politiky TAM je transparentnosť. Iba poskytnutím podrobných a úplných informácií je možné realizovať správne rozhodnutia. Dôraz je kladený na kvalitu a rozsah informácií, ktoré sú určené začínajúcim investorom, ako aj skúseným existujúcim investorom.

Investičná politika TAM vychádza z poznania, že spravovanie peňazí si vyžaduje vzdelanie, dôslednosť a podrobné a aktuálne poznatky o jednotlivých trhoch. Investičné príležitosti sú vyberané z dlhodobého hľadiska, na rozhodovanie nemajú vplyv krátkodobé očakávania. V oblasti know-how TAM veľmi úzko spolupracuje s rakúskou správcovskou spoločnosťou Raiffeisen KAG, ktorá poskytuje TAM poradenský servis pri investovaní na zahraničných finančných trhoch.

V širokej a rôznorodej ponuke fondov TAM si klienti môžu vybrať z peňažných, dlhopisových, zaistených, profilových, akciových i realitných fondov. V súčasnosti je TAM lídrom na trhu kolektívneho investovania a pod jeho správou sa nachádza 20 fondov<sup>19</sup>, medzi ktorými sú aj *TAM Euro peňažný fond*, *TAM Euro dlhopisový plus fond* a *Raiffeisen Eastern European Equities*.

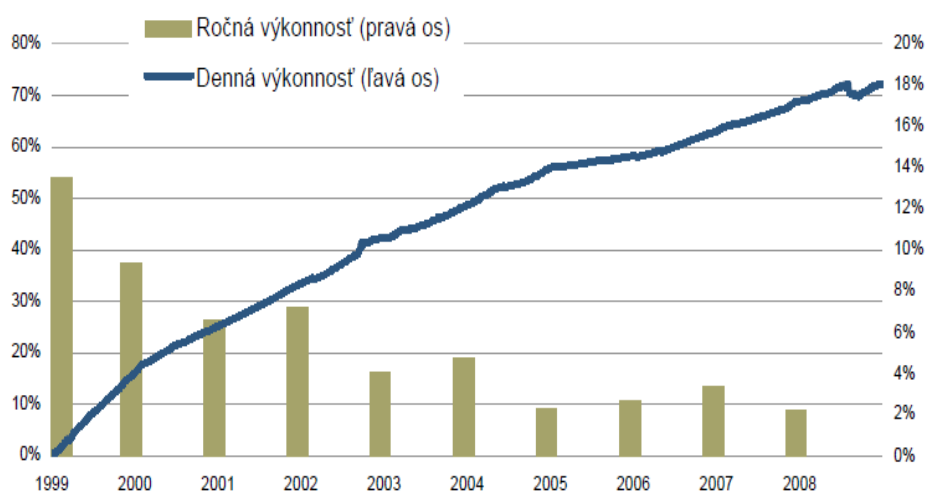
### 3.3.1 TAM Euro peňažný fond (TAM EPF)

TAM Euro peňažný fond je inovovaným riešením pôvodného TAM Korunového peňažného fondu, ktorý prešiel zmenou investičnej stratégie a prispôbil sa novým možnostiam investovania v spoločnom Európskom hospodárskom priestore.

Hlavným cieľom tohto fondu je uchovať hodnotu investície a dosahovať stabilnú mieru zhodnotenia. Fond investuje predovšetkým do krátkodobých cenných papierov a nástrojov peňažného trhu denominovaných v Eurách alebo zabezpečených proti menovému riziku.

Na Grafe 3.23 je možné sledovať vývoj výkonnosti TAM Euro peňažného fondu od roku 1999, kedy bol fond otvorený, až do súčasnosti.

**Graf 3.23 Výkonnosť TAM EPF od roku 1999 do roku 2009**

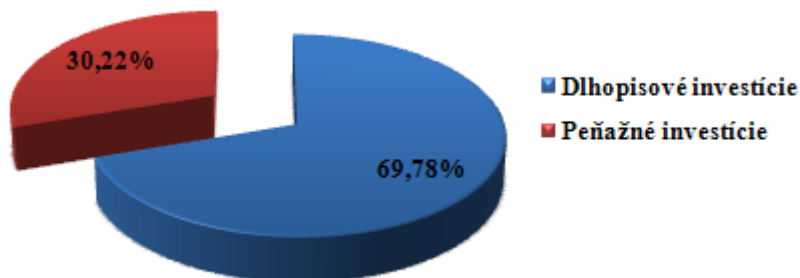


Zdroj: [www.tam.sk](http://www.tam.sk)

<sup>19</sup> Zoznam fondov, ktoré spravuje Tatra Asset Management sa nachádza v Prílohe č. 4.

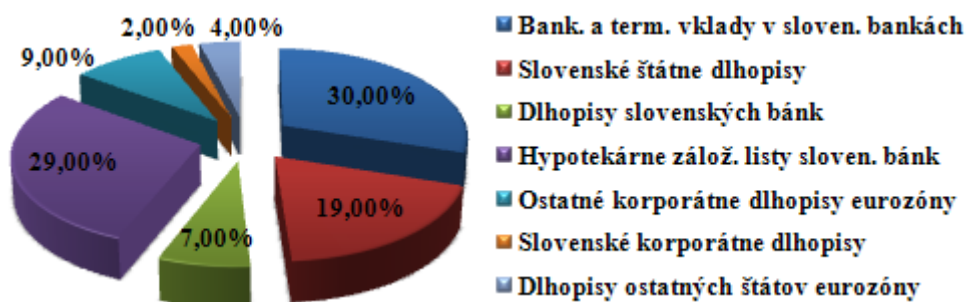
Z Grafu 3.24 je možné vidieť, že prevažná časť investícií smeruje do dlhopisov, a to takmer 70%. Zvyšnú časť portfólia predstavujú peňažné investície a to v objeme 30,22%.

**Graf 3.24 Rozloženie portfólia TAM EPF k 27. februáru 2009**



Hlavnú časť majetku vo fonde tvoria štátne dlhopisy (resp. cenné papiere so zárukou štátu), štátne pokladničné poukážky, dlhopisy spoločností predovšetkým z finančného sektora, vklady v bankách a úrokové deriváty. Celková alokácia aktív TAM Euro peňažného fondu je zobrazená v nasledujúcom Grafe 3.25.

**Graf 3.25 Alokácia aktív TAM EPF k 27. februáru 2009**



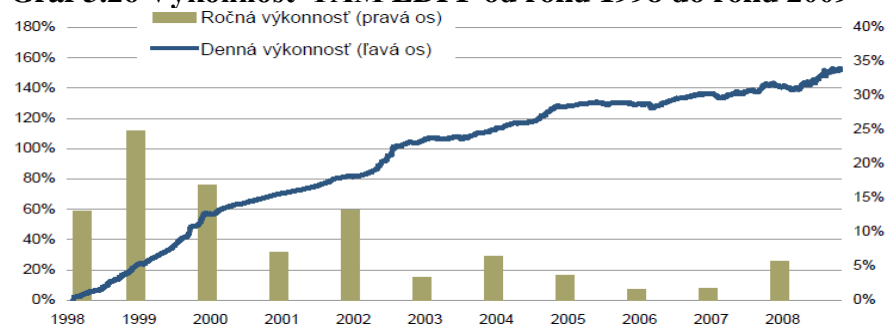
### 3.3.2 TAM Euro dlhopisový plus fond (TAM EDPF)

TAM Euro dlhopisový plus fond úspešne pôsobí na slovenskom kapitálovom trhu viac ako desať rokov a je fondom s najväčšou hodnotou majetku spomedzi dlhopisových fondov na Slovensku. V majetku fondu majú významné zastúpenie bezpečné štátne dlhopisy krajín eurozóny.

Fond investuje hlavne do dlhových cenných papierov denominovaných v Eurách alebo zabezpečených proti menovému riziku. Cieľom fondu je maximalizovanie hodnoty podielu a dosahovanie stabilnej miery zhodnotenia pri zachovaní konzervatívneho prístupu k investičnému riziku, s dôrazom na strednodobý až dlhodobý investičný horizont.

Výkonnosť fondu od roku 1998 do roku 2009 je znázornená v Grafe 3.26.

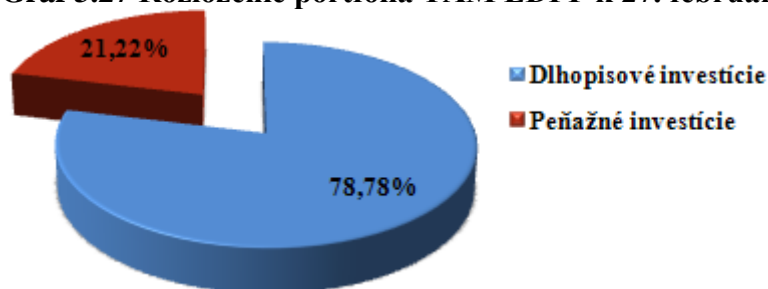
**Graf 3.26 Výkonnosť TAM EDPF od roku 1998 do roku 2009**



Zdroj: [www.tam.sk](http://www.tam.sk)

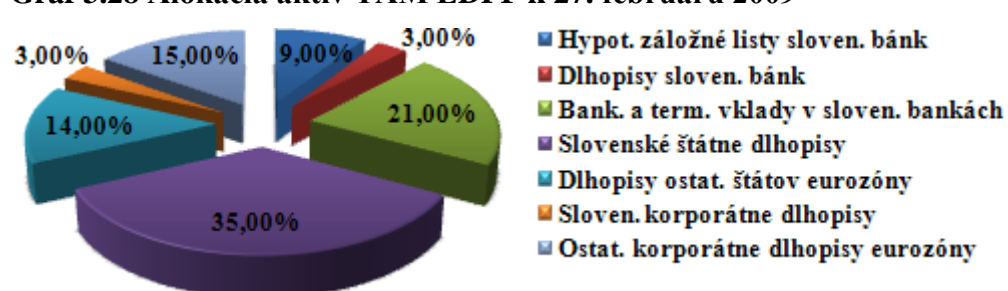
K stabilite fondu prispieva aj skutočnosť, že majetok fondu je tvorený výlučne peňažnými a dlhopisovými investíciami, bez akéhokoľvek zastúpenia akciových aktív. Dlhopisové investície predstavujú 78,78 % podiel portfólia fondu a peňažné investície zvyšných 21,22 %. Grafické rozloženie portfólia TAM Euro dlhopisového plus fondu je možné vidieť v Grafe 3.27.

**Graf 3.27 Rozloženie portfólia TAM EDPF k 27. februáru 2009**



Podľa Grafu 3.28 je zjavné, že hlavnú časť majetku vo fonde tvoria najmä štátne dlhopisy (resp. cenné papiere so zárukou štátu). Za nimi nasledujú investície do štátnych pokladničných poukážok, dlhopisov spoločností s ratingom v investičnom pásme a hypotekárnych záložných listov.

**Graf 3.28 Alokácia aktív TAM EDPF k 27. februáru 2009**



### 3.3.3 Raiffeisen Eastern European Equities (REEE)

Akciový fond Raiffeisen Eastern European Equities bol založený v roku 1994 a spravuje ho rakúska spoločnosť Raiffeisen Capital Management. Aktíva fondu sa investujú prevažne do akcií a cenných papierov spoločností, ktoré majú sídlo alebo sú činné najmä v krajinách rozvíjajúcich sa trhov Európy (vrátane Ruska). Fond je vhodný pre investorov, ktorí chcú profitovať z rastu a príležitostí na rozvíjajúcich sa trhov v Európe, ale ktorí sú si taktiež vedomí možného kolísania výmenných kurzov. Investičný horizont je 3-5 rokov.

V rámci fondov východnej Európy bol tento fond prvým, ktorému bol v roku 2002 udelený rating AAA od agentúry Standard & Poor's.

Prostredníctvom Grafu 3.29 je možné sledovať, aký je vývoj akciového fondu Raiffeisen Eastern European Equities od roku 1994, kedy fond vznikol, až do roku 2009.

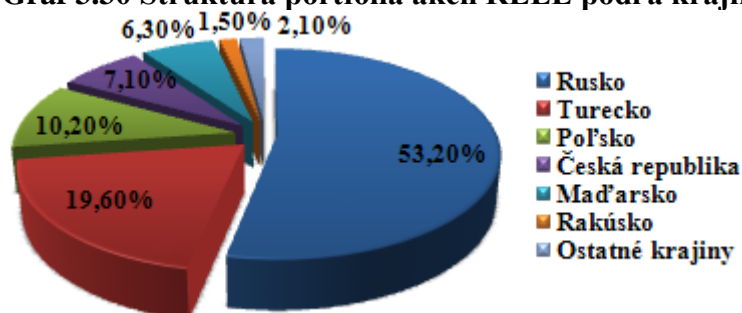
**Graf 3.29 Vývoj výkonnosti REEE v Eurách od roku 1994 do roku 2009**



Zdroj: [www.rcm-international.com](http://www.rcm-international.com)

REEE fond investuje predovšetkým do akcií krajín strednej a východnej Európy. Zameriava sa najmä na akcie z Českej republiky, Maďarska, Poľska, Ruska i Turecka. Akcie z Chorvátska, pobaltských štátov, Slovenskej republiky a Slovinska sú takisto zahrnuté do investičného portfólia. Štruktúru portfólia akcií REEE je možné vidieť v Grafe 3.30.

**Graf 3.30 Štruktúra portfólia akcií REEE podľa krajiny k 27. februáru 2009**



## **4 Analýza vybraných podielových fondov**

Pri rozhodovaní o investícii do otvorených podielových fondov si investori kladú otázku, ktorý fond je pre nich ten vhodný. Ak investor vie, aký stupeň rizika je ochotný podstúpiť, snaží sa sústrediť iba na výber konkrétneho fondu v rámci jednej rizikovej skupiny.

Pre investorov začiatočníkov je najjednoduchším riešením poradiť sa o výbere fondu v peňažnom ústave. V ňom sa však môže investičné poradenstvo začať aj skončiť vyhodnotením investičného dotazníka a odporúčením jedného z vlastnej rodiny fondov. Pre toho, kto chce ponúkanú voľbu porovnať s alternatívami, univerzálny návod neexistuje. Veľa dôležitých informácií však nájde, ak nahliadne do dokumentov k fondom.

Mnohým investorom pri výbere fondu nahrádza radu profesionála pohľad na výkonnostné tabuľky za uplynulý rok. To sa však rovná hazardu, ktorý sa nie málokedy končí stratou značnej sumy. Pri výbere vhodného druhu fondu je veľmi potrebné uskutočniť podrobnú analýzu jednotlivých typov fondov a až následne danú investíciu realizovať.

### **4.1 Analýza peňažných podielových fondov**

Na slovenskom kapitálovom trhu pôsobí 37 fondov peňažného trhu<sup>20</sup>, pričom väčšina z nich je denominovaná v zahraničnej mene. Správcovské spoločnosti disponujú spravidla minimálne jedným fondom peňažného trhu denominovanom v súčasnosti v novej mene Euro a viacerými variantmi fondov vedených v zahraničných menách. V nižšie uvedených sekciách je rozoberaný vývoj a porovnávané kvantitatívne ukazovatele podielových fondov v Sk, ktoré sú v správe nami vybraných správcovských spoločností spadajúcich pod materské banky Slovenskej sporiteľne, Všeobecnej úverovej banky a Tatra Banky.

#### **4.1.1 Kvantitatívna analýza peňažných podielových fondov**

##### **Výnosnosť peňažných fondov**

Pre určenie výnosnosti jednotlivých peňažných fondov bolo najskôr potrebné si dopočítať cenu jedného podielového listu podľa vzorca (1.1). Následne bola stanovená

---

<sup>20</sup> Podľa štatistických údajov NBS k 31. 12. 2008.

výnosnosť fondov ako percentuálna zmena čistej hodnoty aktív fondu na jeden podielový list, pomocou vzorca (1.2).

Ako je možné vidieť z Tab. 4.1, tak najvyššiu priemernú hodnotu NAV/PL dosiahol za sledované obdobie TAM EPF, a to 1,49 Sk. Za ním nasleduje SEPF s priemernou cenou jedného podielu vo výške 1,16 Sk a najnižší priemer spomedzi porovnávaných peňažných podielových fondov dosiahol VÚB AM PEF, a to 1,14 Sk.

Najvyššiu priemernú ročnú výnosnosť dosiahol za dané obdobie SEPF a to vo výške 3,30%. O 0,10% mal TAM EPF nižšiu priemernú výnosnosť ako SEPF. Z hľadiska priemernej ročnej výnosnosti mal najnižšiu hodnotu, len 2,40%, VÚB AM PEF.

**Tab. 4.1 Výnosnosť vybraných peňažných podielových fondov k 31. 12. daného roku**

Rok	SEPF		VÚB AM PEF		TAM EPF	
	NAV/PL	Ročná výnosnosť	NAV/PL	Ročná výnosnosť	NAV/PL	Ročná výnosnosť
2001	1,01 Sk	-	1,00 Sk	-	1,31 Sk	-
2002	1,09 Sk	7,79%	1,07 Sk	6,34%	1,39 Sk	6,49%
2003	1,10 Sk	1,50%	1,10 Sk	3,33%	1,45 Sk	3,82%
2004	1,16 Sk	5,09%	1,15 Sk	4,20%	1,51 Sk	4,40%
2005	1,18 Sk	2,21%	1,17 Sk	1,87%	1,50 Sk	-0,52%
2006	1,21 Sk	2,53%	1,19 Sk	1,92%	1,54 Sk	2,69%
2007	1,25 Sk	2,86%	1,23 Sk	2,64%	1,60 Sk	3,34%
2008	1,26 Sk	1,11%	1,18 Sk	-3,47%	1,63 Sk	2,16%
<b>Priemer</b>	<b>1,16</b>	<b>3,30%</b>	<b>1,14</b>	<b>2,40%</b>	<b>1,49</b>	<b>3,20%</b>

Pre porovnanie výnosnosti vybraných peňažných podielových fondov boli vybrané 2 druhy benchmarku a to 6 mesačný BRIBID<sup>21</sup> a priemerná úroková miera termínovaných vkladov do 1 roka<sup>22</sup>. Grafické zobrazenie výnosnosti jednotlivých fondov, 6 mesačného BRIBID a priemernej úrokovej miery termínovaných vkladov do 1 roka sa nachádza v Prílohe č. 5.

Väčšiu vypovedaciu hodnotu však udáva odchýlka ročnej výnosnosti jednotlivých fondov od porovnáwanej – benchmarkovej hodnoty<sup>23</sup>.

Ak je táto odchýlka pozitívna, daný fond dosiahol lepšiu hodnotu oproti benchmarku a teda bol relatívne úspešný. Na druhej strane, ak je táto odchýlka negatívna, fond nedosahoval úrovne stanovené trhom.

<sup>21</sup> Bratislava Interbank Bid Rate – sadzba, za ktorú sú banky ochotné požičať si peniaze na trhu depozít resp. fixing úrokových sadzieb pre nákup depozít.

<sup>22</sup> Dáta za jednotlivé roky sú získané zo štatistických údajov NBS.

<sup>23</sup> V Prílohe č. 6 sa nachádzajú tabuľky s výpočtami absolútnych odchýliek.



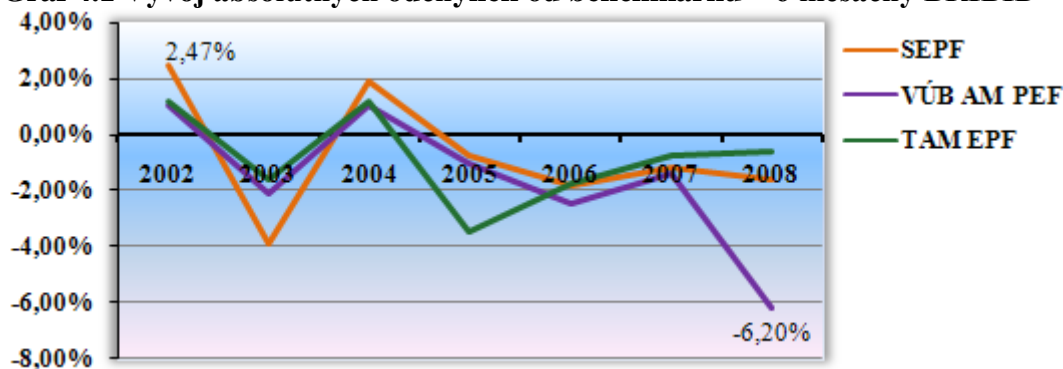
V Tab. 4.2 sa nachádzajú hodnoty 6 mesačného BRIBID a priemernej úrokovej miery termínovaných vkladov do 1 roka od roku 2002 – 2006.

**Tab. 4.2 Hodnoty benchmarkov za jednotlivé roky**

Rok	6 mesačný BRIBID	Úrok. miera termín. vkladov do 1 roka
2002	5,32%	4,13%
2003	5,43%	4,27%
2004	3,20%	2,78%
2005	2,95%	2,12%
2006	4,40%	3,57%
2007	4,06%	3,72%
2008	2,73%	3,65%

Z nasledujúceho Grafu 4.1 je možné vidieť, že výnosnosť jednotlivých peňažných podielových fondov v porovnaní s benchmarkom bola v rokoch 2002 - 2005 veľmi kolísavá. Všetky tri fondy dosahovali (okrem rokov 2002 a 2004, kedy tieto fondy dosiahli kladné hodnoty) výnosnosť, ktorá sa nachádzala hlboko pod úrovňami BRIBID. Ich výkon, akokoľvek by sa mohol zdať pozitívny, tak v skutočnosti dosahoval relatívne nízke úrovne.

**Graf 4.1 Vývoj absolútnych odchýliek od benchmarku – 6 mesačný BRIBID**

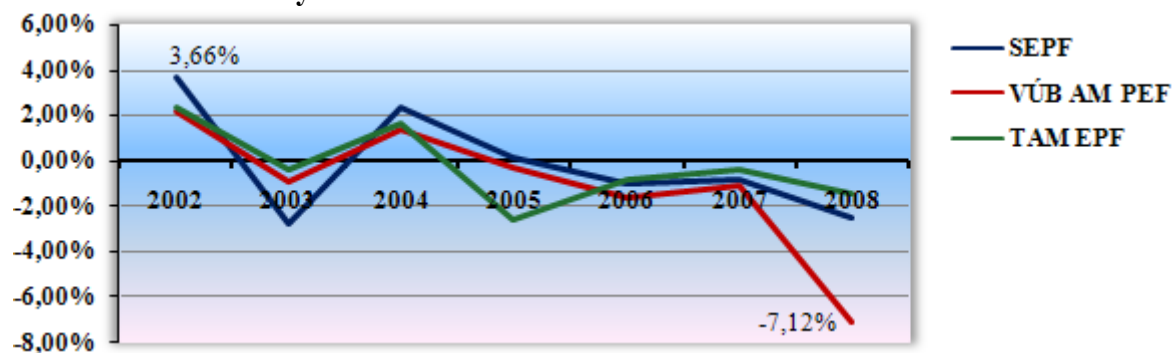


Prostredníctvom nasledujúceho grafického vývoja možno sledovať, že najvýkonnejším peňažným fondom od roku 2002 – 2005 bol SEPF, a to aj napriek tomu, že v roku 2003 došlo k značnému prepadu jeho výnosov (-2,77%) oproti výnosom na termínovaných vkladov.

Naopak za pomerne slabé je možné hodnotiť fondy VÚB AM PEF a TAM EPF, ktoré takmer za celé obdobie (okrem rokov 2002 a 2004) existencie dosahovali podpriemerné hodnoty. V roku 2008 klesol VÚB AM PEF o -7,12% oproti stanovenému benchmarku, čím sa dostal na dno celkovej výkonnosti všetkých hodnotených fondov. Od roku 2006 je však výnosnosť jednotlivých fondov pod úrovňou, ktorú ponúkajú termínované vklady.

Prostredníctvom Grafu 4.2 možno pozorovať aký bol vývoj absolútnych odchýliek fondov oproti benchmarku.

**Graf 4.2 Vývoj absolútnych odchýliek od benchmarku – priemerná úroková miera termínovaných vkladov do 1 roka**



Dlhodobá výnosnosť jednotlivých fondov je vypočítaná pomocou hodnôt NAV/PL za rok 2008 a NAV/PL za rok 2001 podľa Tab. 4.1.

Dlhodobá výnosnosť SEPF predstavuje hodnotu:

$$\Delta NAV/PL = \frac{(NAV_{2008}/PL - NAV_{2001}/PL)}{NAV_{2001}/PL} * 100 = \frac{(1,26 - 1,01)}{1,01} * 100 = 25,31\%.$$

VÚB AM PEF dosiahol dlhodobú výnosnosť:

$$\Delta NAV/PL = \frac{(NAV_{2008}/PL - NAV_{2001}/PL)}{NAV_{2001}/PL} * 100 = \frac{(1,18 - 1,00)}{1,00} * 100 = 17,78\%.$$

Dlhodobá výnosnosť TAM EPF je:

$$\Delta NAV/PL = \frac{(NAV_{2008}/PL - NAV_{2001}/PL)}{NAV_{2001}/PL} * 100 = \frac{(1,63 - 1,31)}{1,31} * 100 = 24,49\%.$$

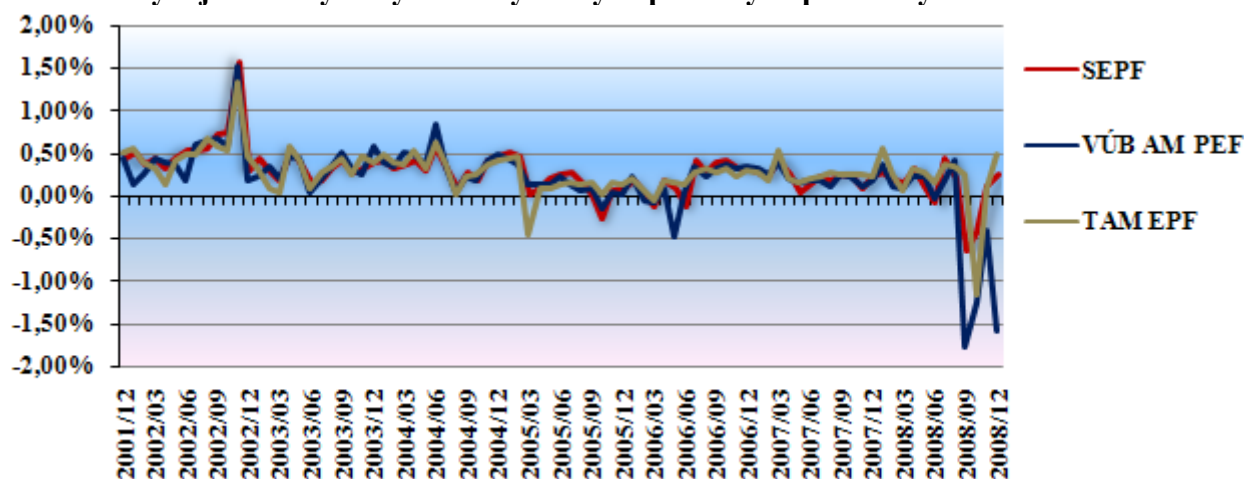
Z predchádzajúcich výpočtov možno vidieť, že z dlhodobého hľadiska je pre investora najvýnosnejší SEPF, ktorý dosiahol za 8 ročné obdobie výnos 25,31%. TAM EPF dosiahol za sledovanú dobu taktiež vysoký výnos vo výške 24,49%. Dlhodobá výnosnosť je najnižšia u VÚB AM PEF a to o 7,53% v porovnaní so SEPF.

## Riziko peňažných fondov

I keď sa jedná o najmenej rizikovú kategóriu fondov, došlo u fondov peňažného trhu v minulých mesiacoch v súvislosti s finančnou krízou k nevídaným poklesom. Postihnuté boli predovšetkým fondy peňažného trhu s rizikovejšou investičnou stratégiou, ktoré sa snažili ponúknuť vyšší výnos pomocou investície do firemných dlhopisov alebo do štátnych dlhopisov zahraničných trhov, ktoré ponúkali vyšší výnos za vyššie riziko<sup>24</sup>. Výsledkom tejto stratégie bol nevídaný skokový pokles cien fondov peňažného trhu.

Ako je možné vidieť z Grafu 4.3 mesačné výnosy jednotlivých fondov sa za sledované obdobie vyvíjali takmer identicky. K najväčším výkyvom došlo hlavne v druhej polovici roka 2008, kedy výnosnosť všetkých troch fondov výrazne klesla a dosahovala hodnoty od -1,77% do +0,49%.

**Graf 4.3 Vývoj mesačných výnosov vybraných peňažných podielových fondov**



Riziko u jednotlivých fondov sa najlepšie určí pomocou smerodajnej odchýlky, ktorá bola vypočítaná z 85 pozorovaní a priemerných mesačných výnosov vybraných podielových fondov<sup>25</sup>.

Smerodajná odchýlka SEPF je vo výške:

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2}{n - 1}} = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (x_i - 0,272)^2}{85 - 1}} = 0,260\%.$$

<sup>24</sup> Príkladom takejto rizikovej investície môže byť investovanie do štátnych dlhopisov Islandu.

<sup>25</sup> V Prílohe č. 7 sa nachádzajú hodnoty mesačných výnosov vybraných peňažných podielových fondov.

Hodnota smerodajnej odchýlky 0,260% signalizuje investorovi, ktorý chce investovať do SEPF, že pri priemernom mesačnom výnose 0,272% je možné očakávať v budúcnosti kolísanie skutočných výnosov na úrovni od 0,012% po 0,532%.

Smerodajná odchýlka VÚB AM PEF dosiahla hodnotu:

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2}{n-1}} = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (x_i - 0,204)^2}{85-1}} = 0,417\%.$$

Riziko VÚB AM PEF vo výške 0,417% vyjadruje, že investori môžu v nasledujúcich obdobiach pri priemernom mesačnom výnose 0,204% očakávať kolísanie výnosov v intervale od -0,213% do 0,621%.

Smerodajná odchýlka TAM EPF je:

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2}{n-1}} = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (x_i - 0,285)^2}{85-1}} = 0,264\%.$$

Pri priemernom mesačnom výnose TAM EPF vo výške 0,285% a smerodajnej odchýlke 0,264%, je možné v budúcich obdobiach očakávať výnosnosť fondu v rozpätí od 0,021% do 0,549%.

Porovnaním rizikovosti vybraných peňažných fondov bolo zistené, že najmenej rizikový je SEPF, ktorého volatilita výnosov je 0,26%. Len mierne vyššiu volatilitu dosiahol TAM EPF a to vo výške 0,264%, čo je nárast oproti SEPF o 0,004%. Najrizikovejším fondom sa stal za sledované obdobie VÚB AM PEF, ktorého hodnota smerodajnej odchýlky sa rovná 0,417%. Pri porovnaní so SEPF to predstavuje vyššiu rizikovosť o 0,157%.

Všetky tri fondy investovali do vysoko kvalitných cenných papierov denominovaných v Sk, čím bolo eliminované kreditné riziko. Úrokové riziko u jednotlivých peňažných fondov popisuje ich durácia. Najvyššiu duráciu a teda aj najvyššie úrokové riziko dosiahol k poslednému mesiacu roka 2008 SEPF a to vo výške 0,57. VÚB AM PEF dosiahol k 31. 12. 2008 duráciu 0,50 a najnižšiu mieru citlivosti cien dlhopisov na zmenu úrokovej miery dosiahol TAM EPF a to vo výške 0,17.

## Nákladovosť peňažných fondov

Pri investícii do fondov peňažného trhu je dôležité zamerať sa najmä na celkové náklady fondu, pretože časy, kedy korunové fondy peňažného trhu zarábali takmer 8 %, sú pri aktuálnych nízkych úrokových sadzbách nenávratne preč<sup>26</sup>.

Z Tab. 4.3 je možné sledovať, že VÚB AM PEF dosiahol za sledované obdobie najnižší priemerný nákladový pomer a to vo výške 0,96%. Naopak najvyššie hodnoty nákladovosti docielil TAM EPF a SEPF, a to od 1,23% - 1,25%.

**Tab. 4.3 Nákladovosť vybraných peňažných podielových fondov**

Rok	Fondy peňažného trhu		
	SEPF	VÚB AM PEF	TAM EPF
2001	0,00%	0,03%	0,04%
2002	0,00%	0,02%	0,08%
2003	1,29%	0,11%	0,57%
2004	1,20%	0,61%	1,28%
2005	2,26%	1,59%	2,01%
2006	1,83%	0,83%	1,71%
2007	1,63%	2,21%	2,21%
2008	1,64%	2,28%	2,08%
Priemer	1,23%	0,96%	1,25%

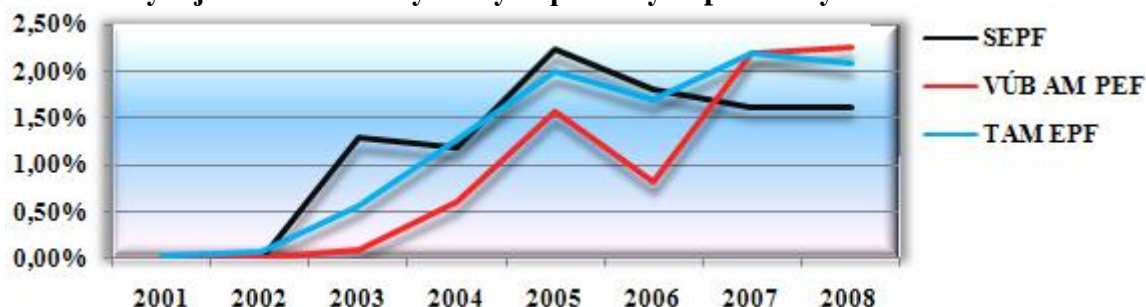
Najnižšie hodnoty nákladovosti až do roku 2006 dosahoval VÚB AM PEF. Taktiež SEPF aj TAM EPF vykazovali do roku 2004 stabilné hodnoty nákladového pomeru. Rok 2005 bol charakteristický predovšetkým pokračujúcou dynamikou rastu trhu, ale i zmenou investorského správania, kedy sa investície presunuli v prospech zmiešaných fondov, čo sa odzrkadlilo v náraste nákladov peňažných fondov.

Od roku 2007 sú hodnoty tohto ukazovateľa u vybraných fondov vysoké, pretože presiahli viac ako 1,5% pomer. Hlavne VÚB AM PEF a TAM EPF dosahujú v posledných dvoch rokoch úroveň nákladovosti až nad 2%, čo predstavuje nadmerný nákladový pomer.

<sup>26</sup>V dobách, kedy fond peňažného trhu zarobil napríklad 8 %, sa náklady vo výške 1 % nezdali byť až tak podstatné, ale v momente, kedy majú fondy peňažného trhu potenciál zarobiť asi okolo 2 % za jeden rok, sú náklady veľmi dôležité.

V Grafe 4.4 je možné vidieť, aký bol vývoj nákladových pomerov jednotlivých fondov.

**Graf 4.4 Vývoj nákladovosti vybraných peňažných podielových fondov**



### Obratovosť peňažných fondov

Z Tab. 4.4 možno pozorovať ako často sa menila skladba portfólia vybraných peňažných fondov za jednotlivé roky.

**Tab. 4.4 Obratovosť vybraných peňažných podielových fondov**

Rok	Fondy peňažného trhu		
	SEPF	VÚB AM PEF	TAM EPF
2002	786%	309%	0%
2003	253%	369%	4%
2004	543%	213%	7%
2005	119%	402%	87%
2006	1388%	669%	0%
2007	208%	67%	240%
2008	253%	847%	79%
<b>Priemer</b>	<b>507%</b>	<b>411%</b>	<b>60%</b>

Najvyššiu priemernú obratovosť vykazovali hlavne SEPF a VÚB AM PEF, a to v rozpätí od 411% do 507%, čo znamená, že každý rok úplne zmenili svoje portfólio v priemere 4 až 5 krát.

Vysoká obratovosť SEPF v rokoch 2002 a 2004 znamenala pre investorov aj vysokú výkonnosť. Naopak rok 2006 síce predstavoval najvyššiu obratovosť SEPF (1388%) no neznamenal vysokú výkonnosť fondu. Vysoká hodnota tohto ukazovateľa môže svedčiť skôr o tom, že fond mal v držbe nerentabilné cenné papiere. Rovnako aj obratovosť VÚB AM PEF bola za sledované obdobie relatívne vysoká, no neznamenal vysokú výkonnosť fondu, ale môže signalizovať investorom, že fond mal v držbe taktiež nerentabilné cenné papiere.

Pri pohľade na tabuľku je zrejmé, že najnižšiu obratovosť dosahoval TAM EPF a to v priemere 60% za rok. V rokoch 2002 a 2006 bol tento ukazovateľ dokonca nulový. Znamená to, že fond v tomto období nepredal žiadny cenný papier a to z dôvodu držby kvalitných cenných papierov v portfóliu<sup>27</sup>, ktoré nebolo vhodné pre fond odpredať.

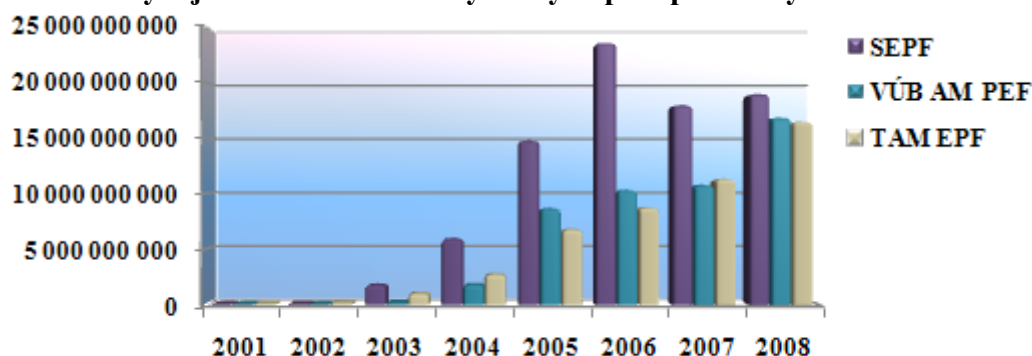
#### 4.1.2 Kvalitatívna analýza peňažných podielových fondov

##### Veľkosť fondu

Graf 4.5 zobrazuje vlastné imanie ako majetok fondu pre vybrané peňažné fondy. Možno pozorovať, že TAM EPF a VÚB AM PEF vykazovali rastúce hodnoty vlastného imania za celé sledované obdobie. Ich priemerná hodnota vlastného imania je aj napriek tomu nižšia o 5 mld. Sk v porovnaní so SEPF.

Majetok SEPF neustále narastal približné dvojnásobným tempom až do roku 2006. V roku 2007 sa toto tempo zastavilo, a to najmä z dôvodu enormných odkupov podielov zo strany podielnikov, čo sa prejavilo poklesom hodnoty majetku o 5,6 mld. Sk. Priemerne však SEPF dosiahol za dané obdobie najvyššiu hodnotu vlastného imania vo výške 11,9 mld. Sk. K spomaleniu rastu vlastného imania došlo od roku 2007 aj u TAM EPF a VÚB AM PEF.

**Graf 4.5 Vývoj vlastného imania vybraných peň. podielových fondov k 1. 1. daného roku**



##### Dátum založenia fondu

Dátum založenia fondu je dôležitým kritériom pri rozhodovaní o investícií. SEPF bol založený 31.07.2001 a VÚB AM PEF bol uvedený na kapitálový trh 05. 11. 2001. K otvorení TAM EPF došlo 22. 02. 1999.

<sup>27</sup> Štátne dlhopisy a korunové eurobondy s vyšším investičným ratingom.

Vybrané peňažné podielové fondy SEPF a VÚB AM PEF pôsobia na slovenskom kapitálovom trhu viac ako 7 rokov. Najstarším fondom je však TAM EPF, ktorý pôsobí na peňažnom trhu už viac ako 10 rokov.

### **Zdanenie zisku peňažných fondov**

Na výnosy vyplatené z podielových listov SEPF, VÚB AM PEF a aj TAM EPF, sa vzťahujú aktuálne ustanovenia platného zákona č.595/2003 Z. z. o dani z príjmov a ustanovenia platných zmlúv o zamedzení dvojitého zdanenia uzavretými medzi príslušnými štátmi a Slovenskou republikou.

Sadzba dane je 19 % zo základu dane a daň sa vyberá zrážkou. Základom dane pre daň vyberanú zrážkou je vyplácaný výnos z podielových listov znížený o príjmy prijaté správcovskou spoločnosťou, z ktorých sa daň vyberá zrážkou vrátane prijatých podielov na zisku, ktoré nie sú predmetom dane.

Zdanenie príjmov a ziskov jednotlivých investorov podlieha daňovým predpisom týkajúcim sa jednotlivých investorov a štátu, v ktorom investor vykonal investíciu do podielových fondov.

### **Informačná politika**

Informácie o SEPF, VÚB AM PEF a TAM EPF sú podielnikom prístupňované hlavne prostredníctvom štatútu, predajného prospektu, zjednodušeného predajného prospektu, polročnej a ročnej správy, ako aj aktuálnej ceny podielu, predajnej ceny podielu, nákupnej ceny podielu a čistej hodnoty majetku v podielovom fonde.

O zmenách daných dokumentov informuje Asset Management Slovenskej sporiteľne, VÚB Asset Management a Tatra Asset Management, ktoré obhospodarujú vybrané peňažné podielové fondy, vyvesením ich aktuálneho znenia vo svojom sídle a na svojich internetových stránkach<sup>28</sup>. Každému investorovi, ktorý vstupuje do zmluvného vzťahu so správcovskou spoločnosťou SEPF je taktiež bezplatne ponúknutý zjednodušený prospekt a na požiadanie predajný prospekt a štatút, aktuálna ročná správa a polročná správa.

Vybrané peňažné podielové fondy poskytujú svojim podielnikom veľké a dostatočné množstvo informácií o ich investíciách.

---

<sup>28</sup>Internetové stránky: [www.amslsp.sk](http://www.amslsp.sk), [www.vubam.sk](http://www.vubam.sk) a [www.tam.sk](http://www.tam.sk).



## 4.2 Analýza dlhopisových podielových fondov

Podľa štatistických údajov NBS pôsobilo k 31. 12. 2008 na slovenskom kapitálovom trhu 106 dlhopisových fondov. Z nich je len 13 tuzemských a 93 zahraničných. Dlhopisové fondy sú určené pre investorov s dlhším investičným horizontom, ktorý by mal dosahovať minimálne 3 a viac rokov. V prípade, že investor zvažuje investíciu na dlhšiu dobu, je možné považovať dlhopisové fondy za určitú „alternatívu“ k peňažnému trhu.

### 4.2.1 Kvantitatívna analýza dlhopisových podielových fondov

#### Výnosnosť dlhopisových fondov

Výnosnosť dlhopisových podielových fondov môže byť značne vyššia v porovnaní s peňažnými fondmi, ale na druhej strane ich výkon môže o to viac padnúť.

Na základe Tab. 4.5 je možné vidieť, že najvyššiu priemernú hodnotu NAV/PL za sledované obdobie dosiahol TAM EDPF a to vo výške 1,95%. Za ním nasleduje SEDF s hodnotou 1,27 % a najnižšiu cenu jedného podielu dosiahol VÚB AM DKF a to 1,03%.

Najlepšiu priemernú ročnú výnosnosť nami vybraných dlhopisových fondov dosiahol vo výške 2,96% TAM EDPF. O takmer 1,7% docielil horšiu priemernú výkonnosť SEDF oproti TAM EDPF a najhoršiu hodnotu tohto ukazovateľa vykazoval za 5 ročné obdobie VÚB AM DKF a to vo výške -0,32%, čo je rozdiel oproti TAM EDPF o -3,28%.

**Tab. 4.5 Výnosnosť vybraných dlhopisových podielových fondov k 31. 12. daného roku**

Rok	SEDF		VÚB AM DKF		TAM EDPF	
	NAV/PL	Ročná výnosnosť	NAV/PL	Ročná výnosnosť	NAV/PL	Ročná výnosnosť
2003	1,16 Sk	-	0,95 Sk	-	1,82 Sk	-
2004	1,23 Sk	6,74%	1,05 Sk	10,87%	1,93 Sk	6,06%
2005	1,28 Sk	3,60%	1,12 Sk	5,97%	1,93 Sk	-0,10%
2006	1,30 Sk	1,89%	1,06 Sk	-5,17%	1,96 Sk	1,55%
2007	1,33 Sk	2,10%	1,09 Sk	2,92%	1,99 Sk	1,64%
2008	1,31 Sk	-1,70%	0,91 Sk	-16,20%	2,10 Sk	5,65%
Priemer	1,27	2,53%	1,03	-0,32%	1,95	2,96%

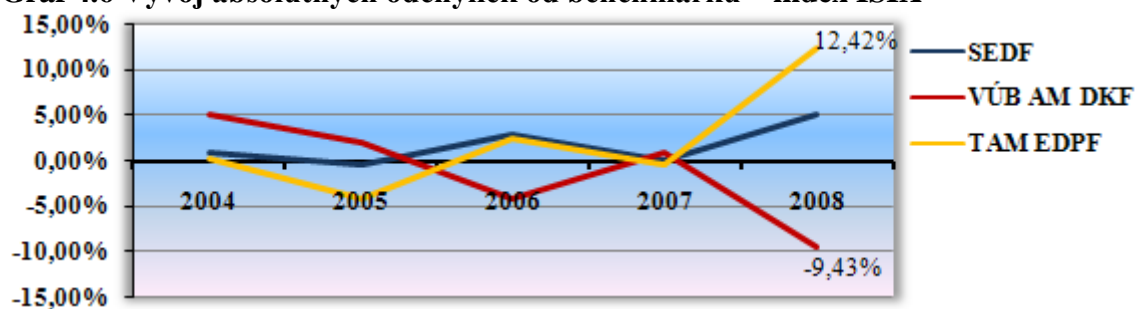
V prípade podielových fondov dlhopisového charakteru je ideálne na určenie efektívnosti výkonov vo vzťahu k trhu ich porovnanie s indexom ISIX<sup>29</sup> pre dlhopisové fondy. Za ideálne sa pritom považuje prekročenie referenčnej – benchmarkovej hodnoty<sup>30</sup>, ktorá je pre jednotlivé roky zobrazená v Tab. 4.6<sup>31</sup>.

**Tab. 4.6 Hodnoty benchmarku za jednotlivé roky**

Rok	ISIX pre dlhopisové fondy
2004	5,79%
2005	3,98%
2006	-0,96%
2007	1,98%
2008	-6,77%

V porovnaní s ISIX sa hodnoty výnosnosti fondov počas 5 rokov dostávali s rovnakou ľahkosťou pod hodnoty benchmarku (konkrétne v roku 2008 dosiahol VÚB AM DKF najväčšiu odchýlku od benchmarku a to vo výške -9,43%), ako aj vysoko nad jeho úroveň (naopak v tom istom období bola dosiahnutá v TAM EDPF najvyššia výkonnosť, pri porovnaní s ISIX o 12,42%). Najlepšiu výnosnosť spomedzi porovnávaných fondov dosiahol SEDF, ktorý si takmer za celé sledované obdobie (okrem roku 2005, kedy jeho absolútna odchýlka dosiahla negatívnu hodnotu vo výške -0,38%) udržiaval výkonnosť vyššiu ako hodnoty indexu ISIX. Na konci roka 2007 kulminovali výkony vybraných dlhopisových fondov okolo hodnoty benchmarku. Celkový vývoj absolútnych odchýliek od benchmarku je možné pozorovať na Grafe 4.6.

**Graf 4.6 Vývoj absolútnych odchýliek od benchmarku – index ISIX**



<sup>29</sup> ISIX - index podielových fondov, ktorý vyjadruje globálnu priemernú výkonnosť slovenských otvorených podielových fondov (s domicilom v Slovenskej republike resp. eurových fondov zahraničných správcov predávaných na Slovensku). ISIX pozostáva z čiastkových indexov pre jednotlivé kategórie otvorených podielových fondov. Index bol zavedený na trh v roku 2003 a jeho výpočet realizuje IAD Investments, správ. spol., a.s..

<sup>30</sup> V Prílohe č. 8 sa nachádza tabuľka s výpočtami absolútnych odchýliek.

<sup>31</sup> Grafické zobrazenie výnosnosti dlhopisových fondov a indexu ISIX sa nachádza v Prílohe č. 9.

Pre určenie dlhodobej výnosnosti vybraných dlhopisových fondov boli do výpočtov dosádzané čisté hodnoty aktív na jeden podielový list za roky 2003 a 2008.

Dlhodobá výnosnosť SEDF je vo výške:

$$\Delta NAV/PL = \frac{(NAV_{2008}/PL - NAV_{2003}/PL)}{NAV_{2003}/PL} * 100 = \frac{(1,31 - 1,16)}{1,16} * 100 = 12,93\%.$$

VÚB AM DKF dosiahol dlhodobú výnosnosť:

$$\Delta NAV/PL = \frac{(NAV_{2008}/PL - NAV_{2003}/PL)}{NAV_{2003}/PL} * 100 = \frac{(0,91 - 0,95)}{0,95} * 100 = -4,21\%.$$

Dlhodobá výnosnosť TAM EDPF je:

$$\Delta NAV/PL = \frac{(NAV_{2008}/PL - NAV_{2003}/PL)}{NAV_{2003}/PL} * 100 = \frac{(2,10 - 1,82)}{1,82} * 100 = 15,38\%.$$

Z dlhodobého hľadiska je pre investora najvýkonnejším fondom TAM EDPF, ktorý dosiahol za 5 ročné obdobie výnos v hodnote 15,38%. Horšiu dlhodobú výkonnosť oproti TAM EDPF docielil za sledované obdobie SEDF a to o -2,45%.

Spomedzi porovnávaných dlhopisových fondov docielil najhoršiu hodnotu tohto ukazovateľa VÚB AM DKF a to -4,21%. Hlavným dôvodom nepriaznivej výkonnosti tohto fondu je skutočnosť, že v prevažnej miere jeho investície smerujú do cenných papierov denominovaných v PLN a HUF, pričom tieto meny zaznamenali v poslednom období výrazné oslabenie voči Euru. Kým v polovici roka 2008 ich kurzy voči Euru ešte posilňovali, na konci roka už bola situácia opačná (najmä poľský zlotý oslabil na konci roka 2008 o 9,6%).

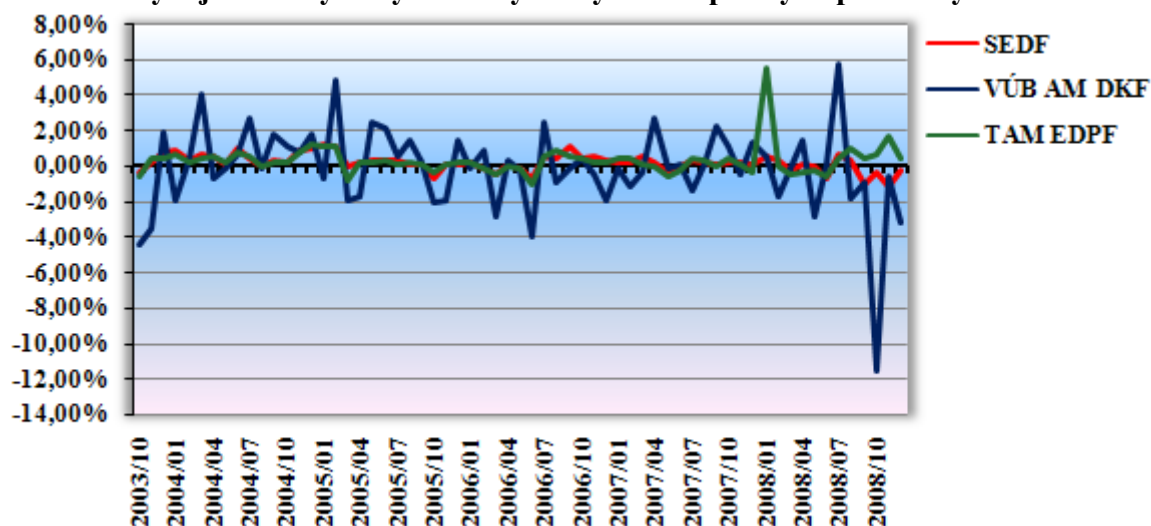
V dôsledku svetovej finančnej krízy dochádza taktiež k neustálemu znižovaniu základných úrokových sadzieb zo strany poľskej a maďarskej centrálnej banky, čo je ďalšou príčinou nepriaznivého vývoja na maďarskom a poľskom domácom dlhopisovom trhu.

## Riziko dlhopisových fondov

Dlhopisové fondy sa zvyknú označovať za mierne rizikové vzhľadom na to, že dlhopisy ako také ponúkajú pevný výnos. Dlhopisové fondy a ani samotné dlhopisy však nie sú celkom bez rizika.

Z nasledujúceho Grafu 4.7 je možné vidieť, aký bol vývoj mesačných výnosov vybraných dlhopisových fondov. Takmer identicky sa vyvíjali hodnoty mesačných výnosov u SEDF a TAM EDPF. K najväčším výkyvom za sledované obdobie dochádzalo u VÚB AM DKF, ktorého mesačné výnosy dosahovali hlavne v druhej polovici roka 2008 najväčšie poklesy.

**Graf 4.7 Vývoj mesačných výnosov vybraných dlhopisových podielových fondov**



Pomocou smerodajnej odchýlky bola určená priemerná odchýlka od očakávanej hodnoty, a tým aj stupeň rizika. Čím je priemerná odchýlka vyššia, tým je aj riziko vyššie.

Pri výpočte smerodajných odchýliek bolo použitých 63 pozorovaní a priemerné mesačné výnosy jednotlivých fondov<sup>32</sup>.

SEDF vykazoval za sledované obdobie smerodajnú odchýlku:

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2}{n - 1}} = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (x_i - 0,203)^2}{63 - 1}} = 0,475\%.$$

<sup>32</sup> Hodnoty mesačných a priemerných mesačných výnosov dlhopisových podielových fondov sa nachádzajú v Prílohe č. 10.

Ak by chcel investor investovať finančné prostriedky do SEDF, musí pri priemernom mesačnom výnose 0,203% v budúcnosti očakávať, že výnosnosť sa bude pohybovať pri smerodajnej odchýlke 0,475% v rozpätí od -0,272% do 0,678%,

Smerodajná odchýlka VÚB AM DKF je vo výške:

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2}{n-1}} = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (x_i + 0,120)^2}{63-1}} = 2,446\%.$$

Smerodajná odchýlka VÚB AM DKF vo výške 2,446% znamená, že pri priemernom mesačnom výnose tohto fondu -0,120% možno v nasledujúcich obdobiach očakávať výnosnosť v intervale od -2,566% do 2,326%.

TAM EDPF dosiahol za sledované obdobia smerodajnú odchýlku:

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2}{n-1}} = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (x_i - 0,326)^2}{63-1}} = 0,831\%.$$

Hodnota smerodajnej odchýlky TAM EDPF vo výške 0,831% investorom signalizuje, že pri priemernej mesačnej výnosnosti 0,326% možno očakávať kolísanie budúcich výnosov v rozpätí od -0,505% do 1,157%.

Z predchádzajúcich výpočtov možno usúdiť, že najmenej rizikovým dlhopisovým fondom je SEDF, ktorého smerodajná odchýlka dosiahla hodnotu 0,475%. TAM EDPF dosiahol v porovnaní so SEDF vyššiu rizikovosť o 0,356%. Investície obidvoch fondov smerovali hlavne do štátnych dlhopisov SR a tiež do dlhopisov s vysokým ratingovým hodnotením, čo výrazne eliminovalo vznik kreditného rizika. Keďže v poslednom období dochádzalo taktiež k neustálemu znižovaniu základných úrokových sadzieb, automaticky to malo vplyv aj na ceny cenných papierov, ktoré rástli a zvyšovali tak výkonnosť týchto fondov. VÚB AM DKF dosiahol za sledované obdobie najvyššiu rizikovosť, a to vo výške 2,446%. Výraznou mierou k tomu prispela investičná stratégia fondu, ktorá uprednostňuje oproti SEDF a TAM EDPF investovanie do cenných papierov stredoeurópskych krajín. Na výkonnosť fondu výrazne vplývalo hlavne menové riziko<sup>33</sup>. Úrokové riziko u vybraných dlhopisových fondov bolo najvyššie dosiahnuté TAM EDPF. Jeho durácia predstavovala k 31. 12. 2008 hodnotu 3,65.

<sup>33</sup> Výrazné oslabenie zaznamenali hlavne PLN a HUG voči Euru.

## Nákladovosť dlhopisových fondov

Pre hospodárne správanie každého fondu je nevyhnutné znižovať svoje náklady. Podľa Tab. 4.7 je možné vidieť, ktorý z dlhopisových fondov dosahoval za sledované obdobie najlepšiu nákladovosť.

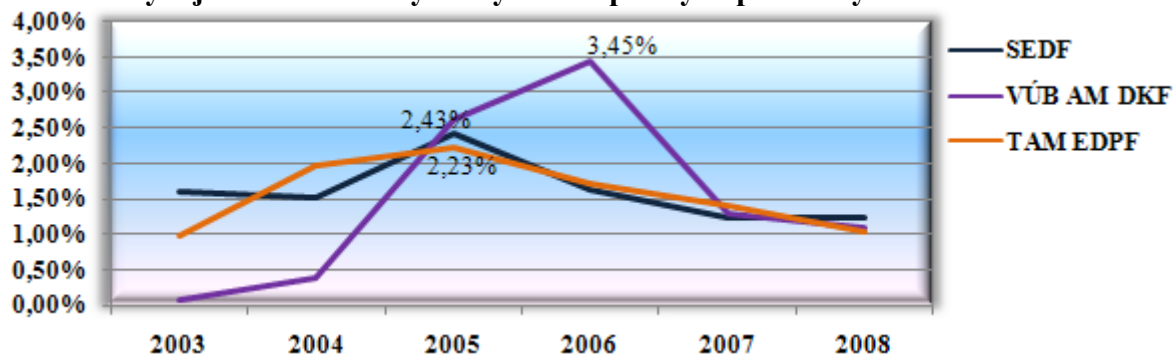
Najnižšiu priemernú nákladovosť dosiahol VÚB AM DKF, ktorého hodnota je 1,49%, čo je možné pokladať za nízky nákladový pomer. TAM EDPF docielil nákladovosť 1,57%, čo je v porovnaní s VÚB AM DKF nárast o +0,08%. Nákladový pomer tohto fondu je vysoký, pretože prevyšuje úroveň 1,5%. Rovnako aj SEDF dosiahol najvyššiu priemernú hodnotu tohto ukazovateľa a jeho výška je 1,61%, čo investorom taktiež signalizuje, že ide o vysoký nákladový pomer (v dôsledku prekročenia úrovne 1,5%).

**Tab. 4.7 Nákladovosť vybraných dlhopisových podielových fondov**

Rok	Fondy dlhopisového trhu		
	SEDF	VÚB AM DKF	TAM EDPF
2003	1,60%	0,07%	0,99%
2004	1,52%	0,39%	1,97%
2005	2,43%	2,62%	2,23%
2006	1,63%	3,45%	1,74%
2007	1,23%	1,29%	1,41%
2008	1,24%	1,10%	1,05%
Priemer	1,61%	1,49%	1,57%

V Grafe 4.8 je možné si všimnúť, že nákladový pomer SEDF a TAM EDPF mal od roku 2003 až do roku 2005 rastúci trend (okrem roku 2004, kedy SEDF dosiahol pokles o -5,00% oproti predchádzajúcemu roku). Od roku 2006 už zaznamenávali tieto fondy pokles nákladovosti. Rovnako aj VÚB AM DKF vykazoval rast nákladového pomeru, a to v období rokov 2003 – 2006, ale v roku 2007 došlo k jeho prudkému poklesu o -62,61%.

**Graf 4.8 Vývoj nákladovosti vybraných dlhopisových podielových fondov**



## Obratovosť dlhopisových fondov

Najnižšiu obratovosť podľa Tab. 4.8 vykazuje TAM EDPF, ktorého priemerná výška je 115%. V roku 2005 nepredal tento fond žiadny cenný papier, ale v nasledujúcom období už došlo k zmene portfólia 5-krát za daný rok. Príčinou takého obratu môže byť záporná ročná výnosnosť v roku 2005 (-0,10%), ktorú sa TAM EDPF snažil v nasledujúcom roku odstrániť úplnou zmenou svojho portfólia, čo sa mu aj podarilo (výnosnosť v roku 2006 dosiahla 1,55%).

**Tab. 4.8 Obratovosť vybraných dlhopisových podielových fondov**

<b>Rok</b>	<b>Fondy dlhopisového trhu</b>		
	<i>SEDF</i>	<i>VÚB AM DKF</i>	<i>TAM EDPF</i>
<b>2003</b>	289%	21%	3%
<b>2004</b>	407%	67%	5%
<b>2005</b>	101%	112%	0%
<b>2006</b>	3342%	1938%	566%
<b>2007</b>	201%	1634%	1%
<b>2008</b>	404%	1356%	116%
<b>Priemer</b>	<b>791%</b>	<b>855%</b>	<b>115%</b>

SEDF a VÚB AM DKF dosahovali podstatne vyššie priemerné hodnoty obratovosti ako TAM EDPF. Priemerne zmenili svoje portfólio 7 až 8-krát do roka. Aj napriek tomu, že VÚB AM DKF, ktorý má vo svojom portfóliu kvalitné cenné papiere (hlavnú časť portfólia tvoria cenné papiere s udeleným ratingom A), vykazoval za posledné 3 roky vysokú obratovosť.

### 4.2.2 Kvalitatívna analýza dlhopisových podielových fondov

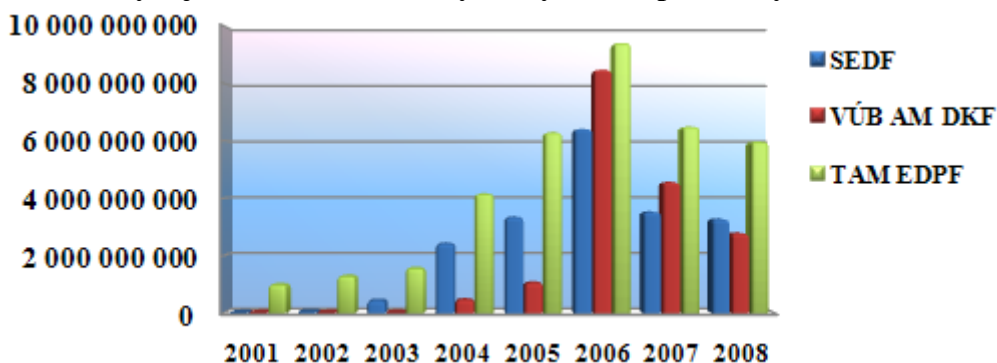
#### Veľkosť fondu

V Grafe 4.9 je veľkosť jednotlivých dlhopisových fondov vyjadrená pomocou vlastného imania. Veľkosti vlastného imania v jednotlivých podielových fondoch mali rastúci trend až do roku 2006. Rok 2007 a 2008 už predstavovali prudký pokles hodnoty majetku fondov.

Najväčší nárast, ale aj pokles vlastného imania zaznamenal VÚB AM DKF, ktorý oproti roku 2005 navýšil vlastné imanie o 7,4 mld. Sk a v roku 2007 došlo k jeho následnému zníženiu o takmer 4 mld. Sk na hodnotu 4,5 mld. Sk.

V rámci porovnania je najväčším fondom podľa veľkosti vlastného imania TAM EDPF, ktorého hodnota vlastného imania dosiahla v roku 2006 9,4 mld. Sk.

**Graf 4.9 Vývoj vlastného imania vybraných dlh. podielových fondov k 1. 1. daného roku**



#### Dátum založenia fondu

Každý z vybraných dlhopisových fondov bol založený v inom období. SEDF pôsobí na slovenskom kapitálovom trhu od 22. 10. 2001. VÚB AM DKF bol vytvorený 01. 09. 2003 a TAM EDPF bol vytvorený 04. 05. 1998.

Práve TAM EDPF je najstarším dlhopisovým fondom v rámci porovnania. Na slovenskom dlhopisovom trhu pôsobí viac ako 11 rokov. Za ním nasleduje SEDF s dobou pôsobnosti takmer 8 rokov a najmladším spomedzi vybraných fondov je VÚB AM DKF, ktorý bol vytvorený pred 6 rokmi.

#### Zdanenie zisku dlhopisových fondov

Pri investovaní do dlhopisových podielových fondov SEDF, VÚB AM DKF a TAM EDPF podliehajú výnosy vyplatené ich podielnikom zákonu č. 595/2003 Z. z. o dani z príjmov a ustanoveniam platných zmlúv o zamedzení dvojitého zdanenia uzavretými medzi príslušnými štátmi a Slovenskou republikou. Daň sa vyberá zrážkou a je vo výške 19%.

V prípade akýchkoľvek nejasností týkajúcich sa zdaňovania výnosov odporúčajú jednotlivé správčovské spoločnosti (Asset Management Slovenskej sporiteľne, VÚB Asset



Management a Tatra Asset Management) využiť odborné poradenstvo prostredníctvom profesionálneho daňového poradcu.

## **Informačná politika**

Všetci podielníci vybraných dlhopisových fondoch majú možnosť získať potrebné informácie o podielovom fonde a svojich investíciách hlavne prostredníctvom štatútu, predajného prospektu, zjednodušeného predajného prospektu, polročnej a ročnej správy, ako aj mesačných reportov, ktoré sú zverejnené na internetových stránkach správcovských spoločností Asset Management Slovenskej sporiteľne, VÚB Asset Management a Tatra Asset Management a taktiež v sídle jednotlivých správcovských spoločností.

Aktuálne ceny podielov, ich predajné a nákupné ceny a tiež čisté hodnoty majetkov SEDF, VÚB AM DKF a TAM EDPF sú zverejňované najmenej raz za týždeň v tlači s celoštátnou pôsobnosťou<sup>34</sup>.

## **4.3 Analýza akciových podielových fondov**

Tento typ fondov je vo svete najrozšírenejší. Hlavným dôvodom investovania do akciových fondov je možnosť nadštandardných výnosov. Sú však zároveň najrizikovejším typom fondu, a preto sú vhodné najmä na dlhodobejšie investície, s investičným horizontom minimálne 5 rokov. Ku koncu roka 2008 pôsobilo na slovenskom kapitálovom trhu 197 akciových podielových fondov<sup>35</sup>. Z toho 9 bolo tuzemských a 188 zahraničných.

### **4.3.1 Kvantitatívna analýza akciových podielových fondov**

#### **Výnosnosť akciových fondov**

Investovanie do akciových podielových fondov prináša dlhodobo zväčša vysoký zisk, ale tiež je spojený s vysokým rizikom a s veľkými kurzovými výkyvmi.

---

<sup>34</sup> Tatra Asset Management zverejňuje tieto údaje raz za týždeň v denníku Hospodárske noviny.

<sup>35</sup> Podľa štatistických údajov NBS k 31. 12. 2008.

Z Tab. 4.9 je možné sledovať, aký bol vývoj NAV/PL a ročnej výnosnosti u jednotlivých akciových fondov od roku 2003 do roku 2008.

**Tab. 4.9 Výnosnosť vybraných akciových podielových fondov k 31. 12. daného roku**

Rok	ESPA SEP		GIS EEO		REEE	
	NAV/PL	Ročná výnosnosť	NAV/PL	Ročná výnosnosť	NAV/PL	Ročná výnosnosť
2003	114,61 €	-	100,44 €	-	120,92 €	-
2004	160,63 €	40,15%	102,78 €	2,33%	163,33 €	35,07%
2005	215,37 €	34,08%	127,08 €	23,64%	258,96 €	58,55%
2006	320,88 €	48,99%	150,68 €	18,57%	315,22 €	21,73%
2007	226,64 €	-29,37%	157,73 €	4,68%	384,86 €	22,09%
2008	132,80 €	-41,40%	85,20 €	-45,98%	121,48 €	-68,44%
Priemer	195,16 €	10,49%	120,65 €	0,65%	227,46 €	13,80%

Z predchádzajúcej tabuľky vidieť, že najvyššiu priemernú hodnotu NAV/PL dosiahol REEE a to vo výške 227,46 €. ESTA SEP dosiahol priemernú cenu jedného podielu vo výške 195,16 €. Ide o nižšiu hodnotu v porovnaní s REEE o 32,30 €. Najhorší priemerný kurz na jeden podiel docielil GIS EEO a jeho výška je 120,65 €. V porovnaní s REEE je to hodnota nižšia o 106,81 €.

Za sledované obdobie bola získaná najvyššia priemerná ročná výnosnosť v REEE v hodnote 13,80%. O viac ako 3% bol tento ukazovateľ nižší v ESPA SEP v porovnaní s REEE. Najhoršiu priemernú ročnú výnosnosť dosiahol GIS EEO, ktorej výška je len 0,65%. Ide o 13,15% nižšiu priemernú výkonnosť tohto fondu pri porovnaní s REEE.

Pre hodnotenie výkonnosti jednotlivých akciových fondov boli zvolené 2 druhy benchmarku<sup>36</sup> a to index Dow Jones EURO STOXX 50<sup>37</sup> a index MSCI EM EUROPE<sup>38</sup>. Ročná výnosnosť týchto indexov sa nachádza v Tab. 4.10<sup>39</sup>.

**Tab. 4.10 Hodnoty benchmarkov za jednotlivé roky**

Rok	Dow Jones EURO STOXX 50	MSCI EM EUROPE
2004	6,90%	35,89%
2005	20,50%	54,88%
2006	14,30%	39,34%
2007	6,79%	27,00%
2008	-43,50%	-67,19%

<sup>36</sup> V Prílohe č. 11 sa nachádza tabuľka s výpočtami absolútnych odchýliek.

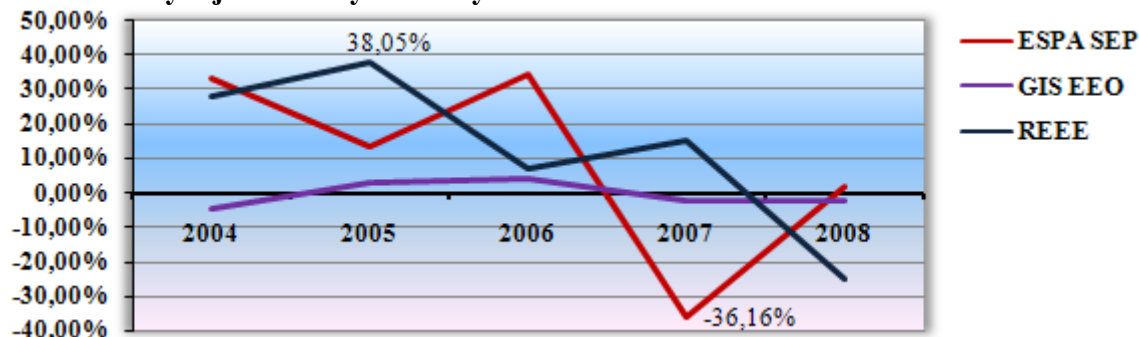
<sup>37</sup> Dow Jones EURO STOXX 50 – ide o akciový index 50 najbonitnejších akcií spoločnosti eurozóny (štátov Európskej menovej únie).

<sup>38</sup> MSCI EM EUROPE - index vyjadruje výkonnosť európskeho akciového trhu v krajinách rozvíjajúcich sa trhov.

<sup>39</sup> Grafické zobrazenie výnosnosti akciových fondov a indexov Dow Jones Euro STOXX 50 a MSCI EM EUROPE sa nachádza v Prílohe č. 12.

Nasledujúci Graf 4.10 uvádza, aký bol vývoj absolútnych odchýliek vybraných akciových podielových fondov od indexu Dow Jones EURO STOXX 50.

**Graf 4.10 Vývoj absolútnych odchýliek od benchmarku – Dow Jones EURO STOXX 50**



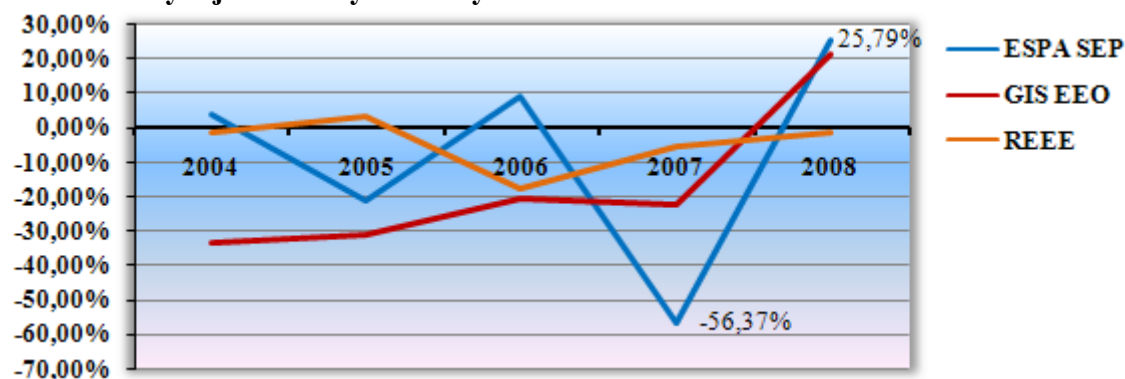
Ako možno vidieť z predchádzajúceho grafického vývoja, tak najviac kulminovali okolo stanoveného benchmarku hodnoty akciové fondu GIS EEO, pričom sa hýbali v pásme – 4,57% až 4,27%. Najväčšie odchýlky oproti indexu Dow Jones však zaznamenali fondy ESPA SEP a REEE, ktorých výnosnosť za sledované obdobia bola veľmi kolísavá.

ESPA SEP dosahoval vyššie zhodnotenie svojich investícií než stanovený benchmark až do roku 2006. Rok 2007 už predstavoval hlboký prepád jeho výkonnosti a to až na úroveň -36,16% oproti indexu Dow Jones EURO STOXX 50, a tým sa dostal aj na dno celkovej výkonnosti hodnotených akciových fondov.

Za najefektívnejší je možné pokladať REEE, ktorého podielníci dosahovali vyššie zhodnotenie svojich investícií v porovnaní s indexom Dow Jones až do roku 2007. Výraznejší prepád nastal v roku 2008, kedy výkonnosť REEE bola nižšia oproti benchmarku o -24,94%.

V Grafe 4.11 je zobrazený vývoj absolútnych odchýliek akciových podielových fondov.

**Graf 4.11 Vývoj absolútnych odchýliek od benchmarku – MSCI EM EUROPE**



Pri pohľade na Graf 4.11 je zrejmé, že výkonnosti fondov sa až na niekoľko výnimiek pohybovali pod úrovňami indexu MSCI EM EUROPE. Možno povedať, že ich výkonnosť oproti porovnávanému indexu je na veľmi nízkej úrovni.

Najhorší vývoj zaznamenal GIS EEO, ktorý dosiahol negatívne odchýlky oproti benchmarku takmer za celé sledované obdobie. Až rok 2008 predstavoval rast jeho výkonnosti o 21,21% v porovnaní s indexom MSCI EM EUROPE. Za pomerne slabý je taktiež možné hodnotiť fond REEE, ktorý za 5 ročné obdobie dosahoval nižšie hodnoty výnosov ako stanovený benchmark (výnimku tvorí rok 2005 s kladnou odchýlkou vo výške 3,67%). Najlepšie zhodnotenie svojich investícií oproti zvolenému indexu dosiahol akciový fond ESPA SEP, ktorého výkonnosť bola nižšia len v rokoch 2005 (-20,80%) a 2007 (-56,37%).

Dlhodobá výnosnosť jednotlivých fondov bola vypočítaná z cien podielov za roky 2003 a 2008.

ESPA SEP dosahoval dlhodobú výkonnosť za 6 rokov vo výške:

$$\Delta NAV/PL = \frac{(NAV_{2008}/PL - NAV_{2003}/PL)}{NAV_{2003}/PL} * 100 = \frac{(132,80 - 114,61)}{114,61} * 100 = 15,87\%.$$

Dlhodobá výkonnosť GIS EEO predstavuje hodnotu:

$$\Delta NAV/PL = \frac{(NAV_{2008}/PL - NAV_{2003}/PL)}{NAV_{2003}/PL} * 100 = \frac{(85,20 - 100,44)}{100,44} * 10 = -15,17\%.$$

REEE dosiahol dlhodobú výkonnosť vo výške:

$$\Delta NAV/PL = \frac{(NAV_{2008}/PL - NAV_{2003}/PL)}{NAV_{2003}/PL} * 100 = \frac{(121,48 - 120,92)}{120,92} * 100 = 0,46\%.$$

Na základe predchádzajúcich výpočtov možno vyhodnotiť dlhodobú výkonnosť vybraných akciových fondov. Najlepšiu hodnotu tohto ukazovateľa dosiahol ESPA SEP, ktorý investuje hlavne do silných európskych spoločností kótovaných na burze. Jeho výkonnosť dosiahla výšku 15,87%. Len 0,46% výnos priniesol svojim investorom za 6 ročné obdobie REEE, čo predstavuje nižšiu hodnotu oproti ESPA SEP o -15,41%. Nízku výkonnosť

možno odôvodniť tým, že fond sa zameriava na investície do akcií krajín rozvíjajúcich sa trhov strednej a východnej Európy, medzi nimi hlavne Rusko ako aj Turecko, ktorých akciové trhy boli v roku 2008 silne zasiahnuté finančnou krízou. Východoeurópske akciové trhy zaznamenali silné prepady kurzov a mien. Klesajúce ceny energií a surovín zaťažili prostredie v Rusku a stredoeurópske krajiny zaznamenali slabý dopyt po exporte zo Západnej Európy.

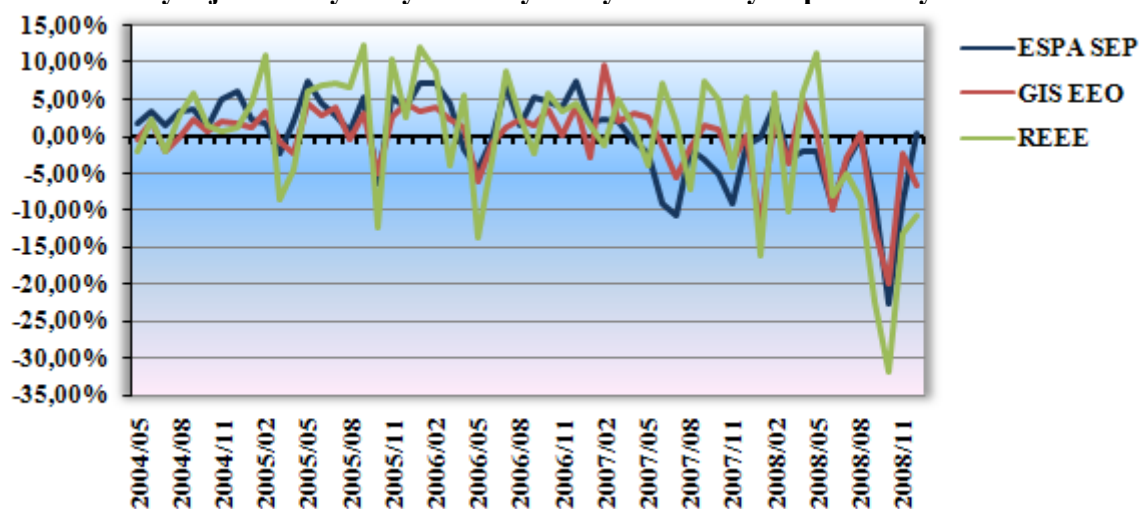
Najhoršiu dlhodobú výkonnosť dosiahol za sledované obdobie GIS EEO a to vo výške -15,17% (nižšia výkonnosť o 31,04% v porovnaní s ESPA SEP). Fond investuje hlavne do akcií spoločností kótovaných na akciových burzách EMÚ<sup>40</sup>, ktoré boli v roku 2008 taktiež zasiahnuté negatívnym vývojom na akciových trhoch v dôsledku finančnej krízy.

### Riziko akciových fondov

Akciové fondy sú vo všeobecnosti rizikovejšou kategóriou ako peňažné a dlhopisové fondy.

Nasledujúci Graf 4.12 udáva, aký bol vývoj mesačných výnosov u jednotlivých akciových podielových fondoch.

**Graf 4.12 Vývoj mesačných výnosov vybraných akciových podielových fondov**



Výkonnosti ESPA SEP, GIS EEO a REEE odrážajú vývoj na akciových trhoch. Najväčšiu kolísavosť mesačných výnosov zaznamenal REEE, ktorý dosiahol najvyššie zhodnotenie v septembri 2005 vo výške 12,41% a najnižšie v októbri 2008 vo výške -31,75%. Rovnako aj podielníci fondov ESPA SEP a GIS EEO dosahovali za sledované obdobia premenlivé výnosy. Najvyššie zhodnotenie docielil ESPA SEP v decembri 2006

<sup>40</sup> Napr. do akcií Telefonica Sa, Generali Tresorerie Sicav 4Dec Cap, Siemens Ag – Reg, Nokia Oyj atď..

(7,47%) a GIS EEO vo februári 2007 (9,78%). Najnižšiu výnosnosť týchto fondov bola vykazovaná taktiež v októbri 2008, konkrétne ESPA SEP vo výške -22,69% a GIS EEO vo výške -19,96%.

Pre určenie rizika bolo potrebné poznať mesačné výkonnosti jednotlivých akciových podielových fondov, na základe ktorých bola dopočítaná smerodajná odchýlka. Vo výpočte bolo použitých 56 pozorovaní a priemerné mesačné výkonnosti za jednotlivé fondy<sup>41</sup>.

ESPA SEP dosiahol smerodajnú odchýlku vo výške:

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2}{n-1}} = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (x_i - 0,063)^2}{56-1}} = 5,636\%.$$

Hodnota smerodajnej odchýlky vo výške 5,636% znamená, že investor fondu ESPA SEP môže pri priemernom mesačnom výnose 0,063% v budúcich obdobiach očakávať kolísanie skutočných výnosov v intervale od -5,573% do 5,699%.

Smerodajná odchýlka GIS EEO je:

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2}{n-1}} = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (x_i - 0,184)^2}{56-1}} = 4,882\%.$$

Rizikovosť GIS EEO dosiahla výšku 4,882%, čo pre investorov značí, že môžu do budúcnosti očakávať pri priemernej mesačnej výnosnosti -0,184% kolísanie skutočných výnosov v rozpätí od -5,066% po 4,698%.

REEE vykazoval za sledované obdobie smerodajnú odchýlku:

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2}{n-1}} = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (x_i - 0,011)^2}{56-1}} = 8,769\%.$$

Investovanie do fondu REEE je spojené s rizikom vo výške 8,769%. V budúcich obdobiach je preto možné očakávať pri priemernom mesačnom výnose 0,011% kolísanie výkonnosti tohto fondu v rozpätí od -8,758% do 8,78%.

<sup>41</sup> Hodnoty mesačných a priemerných mesačných výnosov akciových podielových fondov sa nachádzajú v Prílohe č. 13.

Najviac rizikovým fondom je REEE, ktorý dosiahol najvyššiu hodnotu smerodajnej odchýlky 8,769%. Investície REEE smerujú hlavne do akcií krajín strednej a východnej Európy, ktoré majú potenciál vyšších výnosov, vyšší rast ekonomiky a jej rýchlejšie napredovanie, čo láka zahraničný kapitál a prináša vyššie zhodnotenie investícií, ale na druhej strane je s nimi spojené aj vyššie riziko (hlavne menové riziko).

O 3,133 % dosiahol nižšie riziko ESPA SEP v porovnaní s REEE. Fond sa v rámci svojej investičnej stratégie zameriava hlavne na likvidné tituly s vysokým dividendovým výnosom (investuje hlavne do akcií Francúzska a Veľkej Británie), s čím súvisí aj nižšia rizikovosť. Najmenej rizikovým fondom je GIS EEO, ktorého smerodajná odchýlka je vo výške 4,882%. Nízka hodnota tohto ukazovateľa súvisí s menej rizikovou investičnou stratégiou fondu GIS EEO, ktorý investuje prevažne do akcií francúzskych, nemeckých, španielskych či talianskych spoločností.

### **Nákladovosť akciových fondov**

V dôsledku nedostupnosti informácií potrebných k výpočtu tohto ukazovateľa, nie je možné hodnotiť nákladovosť vybraných akciových podielových fondov za minulé obdobia. Hodnoty nákladovosti pre všetky tri fondy sa podarilo nájsť len za rok 2008. Najvyššiu hodnotu tohto ukazovateľa dosiahol REEE a to vo výške 2,17 %, čo signalizuje investorom, že ide o nadmerný pomer, ktorý presiahol hodnotu 2%. Rovnako aj ESPA SEP dosiahol nadmerný nákladový pomer na úrovni 2,02%. Najnižšiu hodnotu nákladového pomeru (1,81%) vykazuje za rok 2008 GIS EEO, pričom je ho možné považovať za vysoký (prekročil úroveň 1,5%).

### **Obratovosť akciových fondov**

Najvyššiu priemernú obratovosť za sledované obdobie dosiahol REEE a to vo výške 53,77%, čo znamená, že fond priemerne za rok neobnovil svoje portfólio ani jedenkrát.

Taktiež priemerná hodnota obratovosti fondu ESPA SEP dosiahla nízku úroveň (36,73%) a môže investorovi signalizovať, že vo svojom portfóliu udržiava kvalitné cenné papiere. Najvyššiu hodnotu obratovosti docielil tento fond v roku 2006 a to vo výške 70,51%.

Na základe Tab. 4.11 vidieť, ako sa vyvíjala obratovosť u jednotlivých akciových podielových fondov za sledované obdobia<sup>42</sup>.

**Tab. 4.11 Obratovosť vybraných akciových podielových fondov**

Rok	Akciové podielové fondy		
	<i>ESPA SEP</i>	<i>GIS EEO</i>	<i>REEE</i>
<b>2006</b>	70,51%	-	53,59%
<b>2007</b>	13,90%	-	50,08%
<b>2008</b>	25,77%	-	57,65%
<b>Priemer</b>	<b>36,73%</b>	-	<b>53,77%</b>

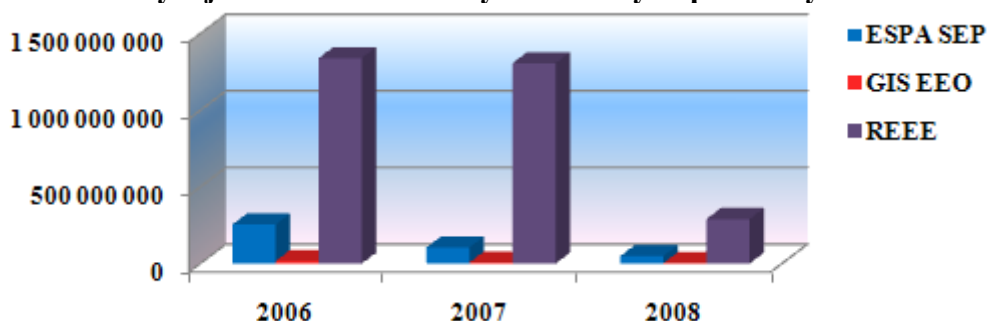
#### 4.3.2 Kvalitatívna analýza akciových podielových fondov

##### Veľkosť fondu

Ako je možné vidieť v nasledujúcom Grafe 4.13, tak najväčším akciovým podielovým fondom je REEE, ktorý za celé 3-ročné obdobie dosahoval najvyššie hodnoty vlastného imania. V roku 2006 docielil najvyššiu hodnotu, a to vo výške 1,34 mld. Eur.

Najmenším podielovým fondom je GIS EEO, ktorého výška vlastného imania sa za roky 2006 až 2008 pohybovala v rozpätí od 2,78 mil. Eur do 15,86 mil. Eur. Akciový podielový fond ESPA SEP dosiahol najvyššiu hodnotu vlastného imania v roku 2006 vo výške 255,18 mil. Eur. V nasledujúcich obdobiach už výška vlastného imania ESPA SEP neustále klesala (rok 2008 predstavuje hodnotu 49,37 mil. Eur).

**Graf 4.13 Vývoj vlastného imania vybr. akciových podielových fondov k 1. 1. daného roku**



<sup>42</sup> Údaje o obratovosti vybraných akciových fondov sa dali zistiť len za roky 2006 - 2008 alebo sa nedali zistiť vôbec.



## **Dátum založenia fondu**

Pri analýze podielových fondov je potrebné zhodnotiť ich dobu pôsobia na kapitálovom trhu. Kapitálový investičný fond ESPA SEP bol založený 21. 05. 2001. Podielový fond GIS EEO vznikol 02. 04. 2002 a REEE bol vytvorený 21. 02. 1994.

Spomedzi vybraných akciových podielových fondov je REEE najstarším a investori majú možnosť prostredníctvom neho investovať svoje peniaze už viac ako 15 rokov. Mladšími fondmi v porovnaní s REEE sú GIS EEO a ESPA SEP. GIS EEO existuje na kapitálovom trhu viac ako 7 rokov a ESPA SEP viac ako 8 rokov.

## **Zdanenie zisku akciových fondov**

ESPA SEP a aj REEE sú zahraničnými podielovými fondmi, ktorých domicil je v Rakúsku. Rozdeľované výnosy podliehajú od 1.4.2004 v prípade súkromného investora 25 % dani z kapitálových výnosov. V prípade, že je podielnikom fondu rakúsky daňový nerezident, sú všetky výnosy fondu oslobodené od zdanenia a dividendy z fondu vyplatené nerezidentom sú vyplácané v hrubej výške<sup>43</sup>.

GIS EEO je akciový podielový fond, ktorý založila správcovská spoločnosť Generali Investments SICAV, ktorá je registrovaná v Luxembursku a ako taká je oslobodená od dane. Držitelia podielov fondu GIS EEO, ktorí majú sídlo, bydlisko alebo stálu prevádzkareň v Luxembursku, nepodliehajú žiadnej dani z kapitálových výnosov v tejto krajine, ktorá patrí medzi daňové raje<sup>44</sup>.

V prípade investora, ktorý nie je rezidentom krajiny, v ktorej vykonáva investície do podielového fondu, je povinný sa riadiť daňovými zákonmi svojej domovskej krajiny. Ak ide o slovenského investora, ktorý investuje do zahraničného podielového fondu, z ktorého dosahuje príjmy, tak sa jedná o príjmy plynúce zo zdrojov v zahraničí a klient si tento príjem z vyplatenia podielového listu zahrnie sám do základu dane v daňovom priznaní (daň je vo výške 19%).

---

<sup>43</sup> Medzi Slovenskou republikou a Rakúskom je uzatvorená Zmluva o zamedzení dvojitého zdanenia v Zbierke zákonov č. 48/1979.

<sup>44</sup> Zmluva o zamedzení dvojitého zdanenia, ktorá je uzatvorená medzi Slovenskom a Luxemburskom sa nachádza v Zbierke zákonov č. 227/1993.

## Informačná politika

Všetky potrebné informácie sú podielnikom sprístupňované hlavne prostredníctvom štatútu, predajného prospektu, zjednodušeného predajného prospektu, polročnej a ročnej správy, ako aj aktuálnej ceny podielu, predajnej ceny podielu, nákupnej ceny podielu a čistej hodnoty majetku v podielovom fonde.

Podrobnejšie informácie o fonde ESPA SEP obsahuje úplný prospekt. Investorovi je pred uzatvorením zmluvy ponúknutý zjednodušený prospekt a úplný predajný prospekt. Úplný predajný prospekt je doplnený vždy poslednou ročnou správou o činnosti a hospodárení fondu. Na všetky oznámenia týkajúce sa podielových listov sa použije § 10 Zákona o kapitálovom trhu. Oznámenie sa uskutočňuje buď vytlačením úplného znenia v Amtsblatt zur Wiener Zeitung (úradný vestník k Viedenským novinám) alebo bezplatne budú k dispozícii v dostatočnom počte výtlačkov v sídle kapitálovej investičnej spoločnosti a na výplatných miestach.

Správcovská spoločnosť Generali Investments SICAV, ktorá obhospodaruje podielový fond GIS EEO, zasiela držiteľom podielov bezplatne auditované ročne a neauditované polročne správy a na verejné nahliadnutie sú sprístupnené aj v sídle spoločnosti. Čista hodnota aktív na jeden podiel sa zverejňuje v sídle spoločnosti a je k dispozícii aj na pracoviskách depozitára. Spoločnosť zabezpečuje zverejňovanie tejto informácie v referenčnej mene alebo prípadne v inej mene v hlavných finančných denníkoch.

Správcovská spoločnosť Raiffeisen Capital Management, ktorá spravuje podielový fond REEE, musí najneskôr do 4 mesiacov po uplynutí účtovného roka zverejniť správu o hospodárení a do 2 mesiacov po uplynutí prvých 6 mesiacov účtovného roka zverejni kapitálová investičná spoločnosť polročnú správu v súlade s § 12 Zákona o investičných fondoch<sup>45</sup>. Tieto správy sa vystavia k nahliadnutiu v sídle kapitálovej investičnej spoločnosti a u depozitára.

Všetky potrebné informácie, ktoré investori potrebujú v prípade realizovania investícií do vybraných akciových podielových fondov, je možné nájsť na internetových stránkach jednotlivých správcovských spoločností<sup>46</sup>.

---

<sup>45</sup>Schválený dozom nad finančným trhom podľa ustanovení rakúskeho Zákona o investičných fondoch (InvFG).

<sup>46</sup>[www.sparinvest.com](http://www.sparinvest.com), [www.geninvest.de](http://www.geninvest.de) a [www.raiffeisencapitalmanagement.at](http://www.raiffeisencapitalmanagement.at).

## 4.4 Analýza zmiešaných podielových fondov

Zmiešané fondy predstavujú strednú cestu medzi rizikovými akciovými fondmi a konzervatívnejšími dlhopisovými fondmi. Ich odporúčaný investičný horizont je podľa zloženia portfólia 3 a viac rokov. K 31. 12. 2008 pôsobilo na Slovensku 15 tuzemských a 58 zahraničných zmiešaných podielových fondov<sup>47</sup>.

### 4.4.1 Kvantitatívna analýza zmiešaných podielových fondov

#### Výnosnosť zmiešaných fondov

Portfólio zmiešaných fondov je tvorené akciovou zložkou, ktorá by mala dosahovať vysoké zisky a dlhopisovou zložkou, ktorej úlohou je stabilizovať výnosy fondu. Výkonnosť zmiešaných fondov závisí najmä od toho, aký je vo fonde pomer týchto dvoch základných zložiek a od ich výkonu v danom časovom období.

V Tab. 4.12 je zobrazená výnosnosť podielového fondu SKZF a VÚB AM VRF. Najvyššiu priemernú cenu jedného podielu dosahoval za sledované obdobie SKZF vo výške 1,09 Sk. Len o 0,02 Sk má VÚB AM VRF nižšiu hodnotu NAV/PL oproti SKZF.

Z hľadiska priemernej ročnej výnosnosti bol najvýkonnejším fondom VÚB AM VRF. Výnosnosť tohto fondu dosiahla hodnotu 1,01%. Nižšiu výnosnosť za 7 ročné obdobie dosiahol SKZF, a to vo výške 0,41%. V porovnaní s VÚB AM VRF ide o pokles vo výške 0,6%.

**Tab. 4.12 Výnosnosť vybraných zmiešaných podielových fondov k 31. 12. daného roku**

Rok	SKZF		VÚB AM VRF	
	NAV/PL	Ročná výnosnosť	NAV/PL	Ročná výnosnosť
2002	1,01 Sk	-	0,88 Sk	-
2003	1,02 Sk	0,57%	0,95 Sk	8,09%
2004	1,06 Sk	4,17%	0,95 Sk	-0,12%
2005	1,15 Sk	8,14%	1,31 Sk	37,87%
2006	1,16 Sk	0,92%	1,28 Sk	-2,12%
2007	1,17 Sk	1,28%	1,35 Sk	4,89%
2008	1,03 Sk	-12,62%	0,77 Sk	-42,58%
Priemer	1,09 Sk	0,41%	1,07 Sk	1,01%

<sup>47</sup> Podľa štatistických údajov NBS k 31. 12. 2008.

Pre porovnanie výkonnosti vybraných zmiešaných podielových fondov vo vzťahu k trhu boli vybrané 2 druhy benchmarku<sup>48</sup> a to MSCI World Index<sup>49</sup> a slovenský index ISIX pre zmiešané fondy<sup>50</sup>.

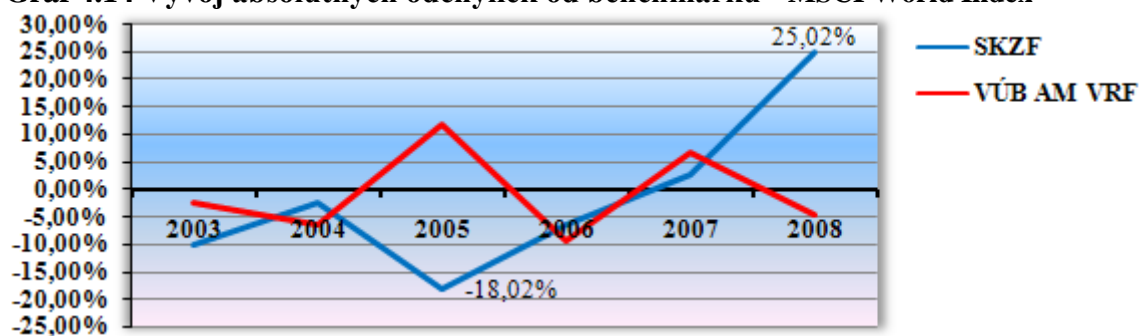
Jednotlivé konkrétne hodnoty benchmarkov sa nachádzajú v nasledujúcej Tab. 4.13.

**Tab. 4.13 Hodnoty benchmarkov za jednotlivé roky**

Rok	MSCI World Index	ISIX pre zmiešané fondy
2003	10,74%	6,29%
2004	6,46%	1,94%
2005	26,16%	9,97%
2006	7,40%	3,10%
2007	-1,66%	-8,28%
2008	-37,64%	-16,49%

Z nasledujúceho Grafu 4.14 si možno všimnúť, že SKZF dosahoval od roku 2003 až do roku 2006 horšiu výkonnosť ako MSCI World Index. Najväčšiu negatívnu odchýlku vykazoval v roku 2005 a to -18,02% oproti benchmarku. V roku 2008 však tento fond dosiahol výrazne lepšiu výkonnosť v porovnaní s benchmarkom o 25,02%. Investori VÚB AM VRF docielili za 6 ročné obdobie kolísavé výnosy v porovnaní s benchmarkom. Roky 2005 a 2007 znamenali pre VÚB AM VRF vyššiu výkonnosť než boli hodnoty výkonnosti MSCI World Indexu. Ostatné roky predstavovali negatívne absolútne odchýlky oproti benchmarku.

**Graf 4.14 Vývoj absolútnych odchýliek od benchmarku - MSCI World Index**



<sup>48</sup> V Prílohe č. 14 sa nachádzajú tabuľky s výpočtami absolútnych odchýliek.

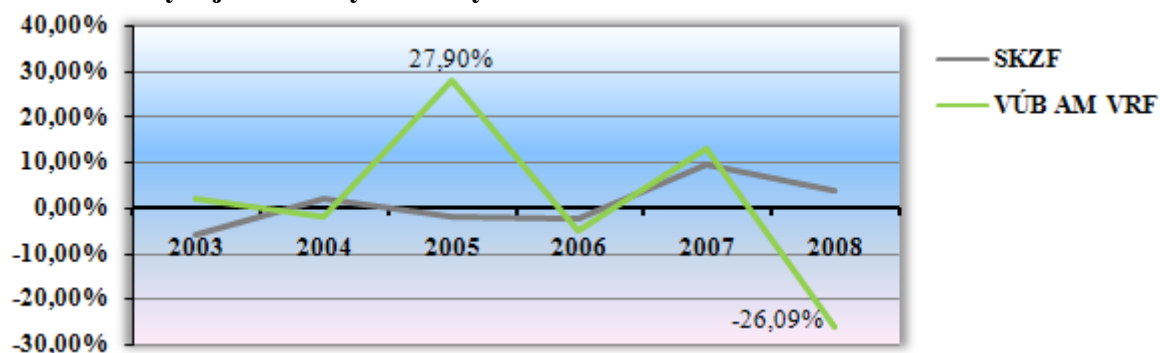
<sup>49</sup> MSCI World Index je stanovený a počítaný od 31.12.1969 spoločnosťou Morgan Stanley Capital International. Hodnota indexu sa skladá z viac než 1880 medzinárodných akciových titulov z 23 krajín. Index vyjadruje výkonnosť svetového akciového trhu v rozvinutých krajinách.

<sup>50</sup> Grafické zobrazenie výnosnosti zmiešaných fondov a indexov MSCI WORLD a ISIX pre zmiešané fondy sa nachádza v Prílohe č. 15.

Podľa Grafu 4.15 sa výnosnosť SKZF vyvíjala za sledované obdobie takmer rovnako ako výnosnosť indexu ISIX. Od roku 2003 až do roku 2006 fond dosahoval len veľmi malé absolútne odchýlky oproti benchmarku, v rozpätí od -5,72% do 2,23%. Od roku 2007 bola jeho výnosnosť vyššia ako hodnoty výnosnosti indexu ISIX.

VÚB AM VRF však dosahoval vyššie odchýlky výnosnosti ako zvolený benchmark. V roku 2005 to bola vyššia výkonnosť o 27,90% v porovnaní s ISIX a rok 2008 predstavoval negatívnu odchýlku oproti ISIX o -26,09%.

**Graf 4.15 Vývoj absolútnych odchýliek od benchmarku – index ISIX**



Hodnoty NAV/PL za roky 2002 a 2008 boli potrebné pre výpočet dlhodobej výnosnosti vybraných zmiešaných podielových fondov.

SKZF dosiahol dlhodobú výkonnosť vo výške:

$$\Delta NAV/PL = \frac{(NAV_{2008}/PL - NAV_{2002}/PL)}{NAV_{2002}/PL} * 100 = \frac{(1,03 - 1,01)}{1,01} * 100 = 1,98\%.$$

Dlhodobá výkonnosť VÚB AM VRF je:

$$\Delta NAV/PL = \frac{(NAV_{2008}/PL - NAV_{2002}/PL)}{NAV_{2002}/PL} * 100 = \frac{(0,77 - 0,88)}{0,88} * 100 = -12,50\%.$$

Pri analýze výnosnosti fondov z dlhodobého hľadiska bolo zistené, že najlepšiu dlhodobú výnosnosť dosiahol SKZF a to vo výške 1,98%. Výrazne negatívnu dlhodobú výnosnosť dosiahol VÚB AM VRF, ktorej hodnota dosiahla úroveň -12,50%. V porovnaní so SKZF to predstavuje horšiu výkonnosť o -14,48%. Príčinou takto vysokej negatívnej

dlhodobej výnosnosti VÚB AM VRF sú investície, ktoré fond realizuje hlavne do dlhových cenných papierov a akcií na rozvíjajúcich sa trhoch (tieto investície zaznamenali v roku 2008 výrazný prepad<sup>51</sup>).

### Riziko zmiešaných fondov

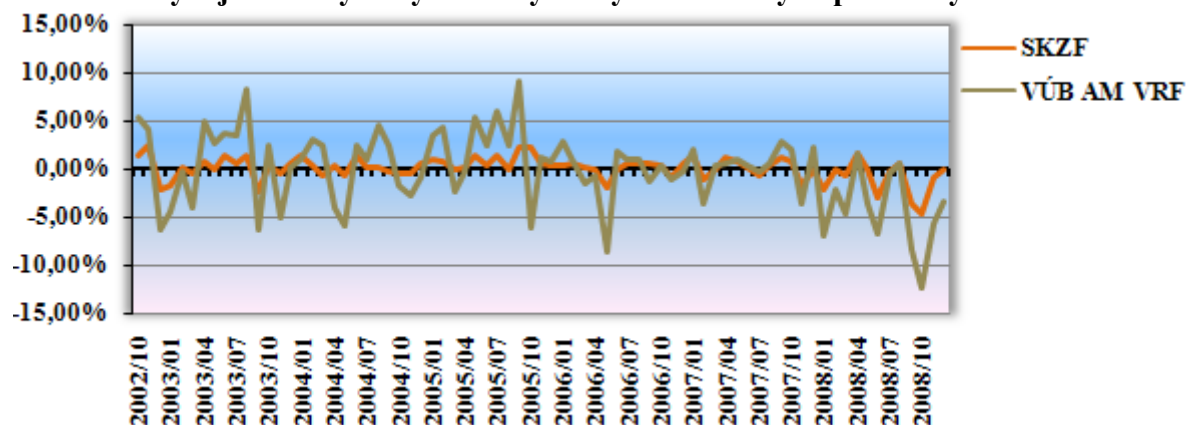
Z pohľadu rozkladania investičného rizika sú pre drobných investorov ideálne zmiešané fondy. Tie investujú prostriedky podielnikov do mixu akcií a dlhopisov, často aj do rôznych menových oblastí. Zmiešané fondy dosahujú vyšší výnos ako peňažné, či dlhopisové fondy, ale s rizikom priamo úmerne rastúcim s podielom akciových titulov v portfóliu fondu.

Aký bol vývoj výnosnosti vybraných zmiešaných podielových fondov za jednotlivé mesiace uvádza Graf 4.16.

Mesačné výnosnosti SKZF mali za sledované obdobie pokojný vývoj. V dôsledku negatívneho vývoja na finančných trhoch v roku 2008 aj tento fond zaznamenal pokles výnosnosti v posledných 4 mesiacoch daného roka. Najnižšia výkonnosť bola zaznamenaná v októbri 2008 vo výške -4,57%.

Mesačná výnosnosť VÚB AM VRF bola mierne kolísavejšia ako SKZF, keďže fond investuje do rizikovejších finančných inštrumentov. Najnižšia výkonnosť bola dosiahnutá taktiež v októbri minulého roka a to vo výške -12,37%.

**Graf 4.16 Vývoj mesačných výnosov vybraných zmiešaných podielových fondov**



Miera rizika bola vyjadrená smerodajnou odchýlkou. Pre určenie smerodajnej odchýlky, bolo potrebné poznať výnosnosť vybraných zmiešaných podielových fondov za

<sup>51</sup> Výkonnosť fondu dosiahla za rok 2008 hodnotu -42,64%.

jednotlivé mesiace a ich priemerné mesačné výnosnosti<sup>52</sup>. Celkovo bolo pri výpočte použitých 75 pozorovaní.

Smerodajná odchýlka SKZF je:

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})}{n - 1}} = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (x_i - 0,041)}{75 - 1}} = 1,232\%.$$

Riziko SKZF je vo výške 1,232%, čo znamená, že pri priemernej mesačnej výnosnosti tohto fondu vo výške 0,041% možno v budúcnosti očakávať výnos v intervale od -1,191% do 1,273%.

VÚB AM VRF dosiahol smerodajnú odchýlku vo výške:

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})}{n - 1}} = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (x_i + 0,175)}{75 - 1}} = 4,030\%.$$

Hodnota smerodajnej odchýlky vo výške 4,030% vyjadruje, že pri priemernej mesačnej výnosnosti VÚB AM VRF vo výške -0,175% môžu investori v budúcnosti očakávať kolísanie skutočných výnosov v intervale od -4,205% do 3,855%.

Na základe určenej rizikovosti vybraných fondov je možné konštatovať, že najmenej rizikovým zo skupiny zmiešaných fondov je SKZF, ktorého smerodajná odchýlka dosiahla hodnotu 1,232%. Najviac rizikovým fondom je VÚB AM VRF, ktorého smerodajná odchýlka je o 2,798% vyššia oproti SKZF.

K vyššiemu riziku VÚB AM VRF prispieva akciová zložka, ktorá predstavuje investície do akcií strednej a východnej Európy a tiež Ázie. Akciová zložka SKZF je tvorená investíciami do akcií hlavných vyspelých svetových regiónov<sup>53</sup>. Keďže tieto inštrumenty sú denominované prevažne v zahraničných menách, bolo u oboch fondov navýšené menové riziko.

<sup>52</sup> V Prílohe č. 16 sa nachádzajú hodnoty mesačných výnosov vybraných zmiešaných podielových fondov.

<sup>53</sup> Fond investuje do akcií napr. Vodafone Group, Johnson & Johnson, Siemens AG – REG či Chevron Corp. atď..

## Nákladovosť zmiešaných fondov

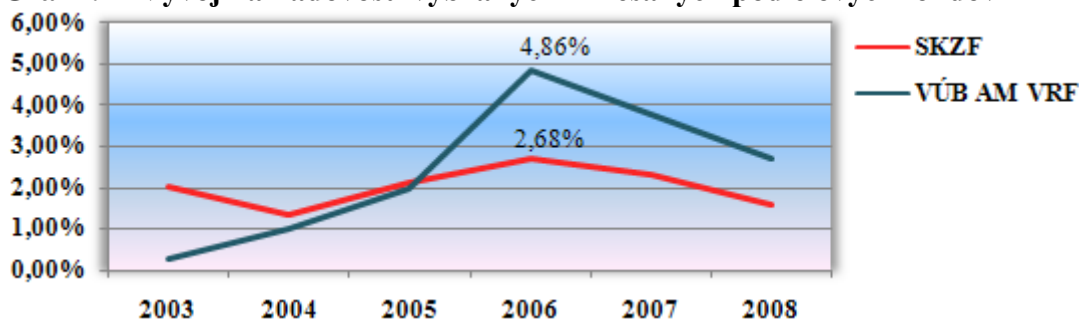
Z Tab. 4.14 vidieť, že najnižšiu priemernú nákladovosť za 6 ročné obdobie dosiahol SKZF vo výške 1,99%, čo predstavuje vysoký nákladový pomer, keďže jeho hodnota je vyššia ako 1,5%. Vyššiu nákladovosť, na úrovni 2,42%, dosiahol VÚB AM VRF. Nákladový pomer tohto fondu je nad úrovňou 2%, ide preto o nadmerný pomer.

**Tab. 4.14 Nákladovosť vybraných zmiešaných podielových fondov**

Rok	Zmiešané podielové fondy	
	SKZF	VÚB AM VRF
2003	2,02%	0,26%
2004	1,32%	0,97%
2005	2,10%	1,97%
2006	2,68%	4,86%
2007	2,28%	3,77%
2008	1,55%	2,69%
Priemer	1,99%	2,42%

Vývoj nákladovosti SKZF a VÚB AM VRF možno vidieť v Grafe 4.17.

**Graf 4.17 Vývoj nákladovosti vybraných zmiešaných podielových fondov**



Z predchádzajúceho grafického vývoja si možno všimnúť, že nákladovosť u SKZF aj VÚB AM VRF mala do roku 2006 rastúcu tendenciu (výnimkou bol rok 2004, kedy SKZF dosiahol nižšiu nákladovosť v porovnaní s predchádzajúcim obdobím o 0,7%).

Rok 2006 bol v znamení najvyšších nákladových pomerov obidvoch fondov, pričom nákladovosť VÚB AM VRF bola oproti SKZF väčšia o 2,18%. Od roku 2007 mali nákladové pomery klesajúci vývoj.



## Obratovosť zmiešaných fondov

Podľa nasledujúcej Tab. 4.15 bola najvyššia priemerná obratovosť dosiahnutá SKZF a to vo výške 1115,95%, čo značí, že fond menil svoje portfólio v priemere 11-krát za rok. Len o 108,28% dosiahol VÚB AM VRF nižšiu priemernú obratovosť ako SKZF. V priemere tento fond obnovil svoje portfólio 10-krát do roka.

**Tab. 4.15 Obratovosť vybraných zmiešaných podielových fondov**

Rok	Zmiešané podielové fondy	
	SKZF	VÚB AM VRF
2003	480%	90%
2004	355%	188%
2005	254%	451%
2006	3638%	1113%
2007	593%	1539%
2008	1376%	2664%
Priemer	1115,95%	1007,67%

K najvyššej obratovosti u SKZF došlo v roku 2006. Ukazovateľ rovný hodnote 3638% znamená, že v danom roku sa úplne menila skladba portfólia 36-krát. Príčinou bola držba nerentabilných cenných papierov, čo bolo aj jednou z príčin nízkej výkonnosti SKZF, ktorá bola v roku 2006 len na úrovni 0,92%.

Najvyššiu obratovosť vykazoval VÚB AM VRF v roku 2008 a to vo výške 2664%. Tento vysoký obrat znamená, že portfólio tohto fondu sa obnovilo 26-krát v danom roku. Vysoká obratovosť v roku 2008 bola sprevádzaná výrazne nízkou výkonnosťou (-42,58%) čo signalizuje investorom, že fond má vo svojom portfóliu málo rentabilné cenné papiere.

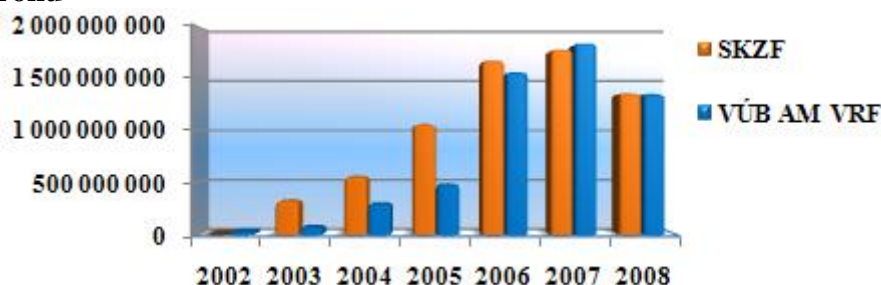
### 4.4.2 Kvalitatívna analýza zmiešaných podielových fondov

#### Veľkosť fondu

Z Grafu 4.18 je možné sledovať, aký bol vývoj vlastného imania SKZF a VÚB AM VRF. Hodnoty majetku u oboch fondov mali rastúci trend až do roku 2007. Najvyšší rast hodnoty vlastného imania nastal v roku 2006 u VÚB AM VRF, a to o 1,08 mld. Sk oproti roku 2005.

Do roku 2005 bol väčším fondom SKZF, keďže hodnota jeho vlastného imania bola 2-krát vyššia ako u VÚB AM VRF. Od roku 2006 sú oba fondy svojou veľkosťou vlastného imania takmer identické.

**Graf 4.18 Vývoj vlastného imania vybraných zmieš. podielových fondov k 1. 1. daného roku**



### Dátum založenia fondu

Dátum založenia fondu je jedným zo základných kritérií, ktoré by mal investor na začiatku investovania brať v úvahu. Vybrané zmiešané podielové fondy pôsobia na kapitálovom trhu už niekoľko rokov. SKZF bol vytvorený 2. 9. 2002 a VÚB AM VRF vznikol 5. 11. 2001.

Starším z dvojice vybraných fondov je VÚB AM VRF, ktorý je súčasťou slovenského kapitálového trhu takmer 8 rokov. Len o rok neskôr bol uvedený na trh SKZF.

### Zdanenie zisku zmiešaných fondov

SKZF a VÚB AM VRF patria medzi slovenské zmiešané podielové fondy, a preto sa na výnosy jednotlivých podielnikov vzťahujú ustanovenia platného zákona č.595/2003 Z. z. o dani z príjmov a ustanovenia platných zmlúv o zamedzení dvojitého zdanenia uzavretými medzi príslušnými štátmi a Slovenskou republikou. Daň je vo výške 19% a je vyberaná zrážkou.

### Informačná politika

Správcovské spoločnosti Asset Management Slovenskej sporiteľne a VÚB Asset Management poskytujú podielnikom SKZF a VÚB AM VRF obrovské množstvo informácií o ich investíciách a to hlavne prostredníctvom štatútu, predajného prospektu, zjednodušeného

predajného prospektu, polročnej a ročnej správy, ako aj aktuálnej ceny podielu, predajnej ceny podielu, nákupnej ceny podielu a čistej hodnoty majetku v podielovom fonde.

Každý z klientov správcovskej spoločnosti Asset Management Slovenskej sporiteľne má pre získanie väčšieho množstva informácií taktiež možnosť využiť osobnú konzultáciu.

#### 4.5 Vyhodnotenie možností investovania do fondov

K celkovému porovnaniu jednotlivých fondov a určeniu výhodnejšieho podielového fondu bolo využité hodnotenie úžitku variant podľa stanovených kritérií. Najskôr bolo potrebné si stanoviť jednotlivé kritéria, ktoré sú vyjadrené hodnotovými parametrami.

Osobitnými cieľovými požiadavkami sú tieto kritéria:

- K1** .....výnosnosť fondu.....aby bola čo *najvyššia*,  
**K2** .....riziko fondu.....aby bolo čo *najnižšie*,  
**K3** .....náklady fondu.....aby boli čo *najnižšie*,  
**K4** .....doba existencie fondu.....aby bola čo *najdlhšia*,  
**K5** .....veľkosť fondu.....aby bola čo *najväčšia*,  
**K6** .....veľkosť počiatočnej investície do fondu.....aby bola čo *najnižšia*.

Z Tab. 4.16 je vidieť, ako boli jednotlivé kritéria medzi sebou porovnávané a ktoré z nich sú viac preferované.

**Tab. 4.16 Stanovenie dôležitosti kritérií**

<b>K1 - Výnosnosť fondu</b>					
	K1				
<b>K2 - Riziko fondu</b>		K1			
	K2		K1		
<b>K3 - Náklady fondu</b>		K2		K1	
	K3		K2		K1
<b>K4 - Doba existencie fondu</b>		K3		K2	
	K5		K3		
<b>K5 - Veľkosť fondu</b>		K6			
	K5				
<b>K6 - Veľkosť počiatočnej investície do fondu</b>					

V prvom stĺpci boli zrovnávané kritéria K1 s K2, K2 s K3, K3 s K4, K4 s K5 a napokon K5 s K6. V ďalších stĺpcoch sa porovnávali jednotlivé kritéria medzi sebou, ale už ob 1 kritérium, ob 2 kritéria, ob 3 kritéria a v poslednom stĺpci ob 4 kritéria.

Tab. 4.17 uvádza, aký bol počet volieb jednotlivých kritérií v rozhodovacej matici párového zrovnania, aké bolo stanovené poradie (čím väčší počet volieb, tým vyššie poradie), a napokon sa stanovili váhy pre vybrané kritéria (čím vyššie poradie, tým vyššia váha). Najvyššiu váhu získalo kritérium K1 (výnosnosť fondu), za ním nasleduje K2 (riziko), K3 (náklady fondu), K5 (veľkosť fondu), K6 (veľkosť počiatočnej investície do fondu) a najnižšiu váhu získalo kritérium K4 (doba existencie fondu).

**Tab. 4.17 Stanovenie váh kritérií**

Kritéria	Počet volieb	Poradie	Váha kritérií
<b>K1</b>	5	1	6
<b>K2</b>	4	2	5
<b>K3</b>	3	3	4
<b>K4</b>	0	6	1
<b>K5</b>	2	4	3
<b>K6</b>	1	5	2

Z predchádzajúcej kvantitatívnej a kvalitatívnej analýzy vybraných podielových fondov boli získané hodnoty zvolených kritérií<sup>54</sup>, na základe ktorých sa budú jednotlivé druhy fondov medzi sebou porovnávať.

### Vyhodnotenie peňažných podielových fondov

V nasledujúcej Tab. 4.18 sa nachádza zhrnutie kritérií peňažných podielových fondov SEPF, VÚB AM PEF a TAM EPF.

**Tab. 4.18 Zhrnutie kritérií peňažných podielových fondov**

Podielový fond	Výnosnosť	Riziko	Náklady	Doba existencie fondu	Veľkosť fondu	Veľkosť počiatočnej investície
<b>SEPF</b>	3,30%	0,260%	1,23%	7	19 046 mil. Sk	30 000 Sk
<b>VÚB AM PEF</b>	2,40%	0,417%	0,96%	7	16 902 mil. Sk	5 000 Sk
<b>TAM EPF</b>	3,20%	0,264%	1,25%	10	16 526 mil. Sk	5 000 Sk

<sup>54</sup> Hodnoty minimálnych výšok počiatočných investícií u jednotlivých fondov k 31. 12. 2008 boli získané z <http://www.sass-sk.sk/Default.aspx?CatID=60&Year=2008&Month=12>.

Percentuálna miera, akou fond spĺňa požiadavky na jednotlivé kritéria je uvedená v Tab. 4.19.

**Tab. 4.19 Matica prostých úžitností peňažných podielových fondov**

Kritéria	V1	V2	V3
K1	100	73	97
K2	100	62	98
K3	78	100	77
K4	70	70	100
K5	100	89	87
K6	17	100	100

Tab. 4.20 predstavuje maticu vážených úžitností vybraných peňažných podielových fondov.

**Tab. 4.20 Matica vážených úžitností peňažných podielových fondov**

Kritéria	Váhy	V1	V2	V3	V <sub>Max</sub>
K1	6	600	438	582	600
K2	5	500	310	490	500
K3	4	312	400	308	400
K4	1	70	70	100	100
K5	3	300	267	261	300
K6	2	34	200	200	200
<b>Celková úžitnosť</b>		1816	1685	1941	<b>2100</b>
<b>Relatívna úžitnosť</b>		86,48%	80,24%	<b>92,43%</b>	100%

Prostredníctvom matice vážených úžitností bolo zistené, že výhodnejším peňažným fondom je TAM EPF, ktorého relatívna úžitnosť je vo výške 92,43%.

Najlepšie hodnotenie dosiahol tento fond u kritéria K4 - doby existencie fondu a K6 - veľkosť počiatočnej investície. Vysoké hodnotenie bolo dosiahnuté taktiež u kritéria K1 - výnosnosť a K2 - riziko.

### Vyhodnotenie dlhopisových podielových fondov

Dlhopisové podielové fondy budú vyhodnotené na základe kritérií, ktoré boli stanovené.

Nasledujúca Tab. 4.21 predstavuje zhrnutie kritérií u jednotlivých dlhopisových fondov.

**Tab. 4.21 Zhrnutie kritérií dlhopisových podielových fondov**

<i>Podielový fond</i>	<i>Výnosnosť</i>	<i>Riziko</i>	<i>Náklady</i>	<i>Doba existencie fondu</i>	<i>Veľkosť fondu</i>	<i>Veľkosť počiatočnej investície</i>
<b>SEDF</b>	2,53%	0,475%	1,61%	8 rokov	3 285 mil. Sk	30 000 Sk
<b>VÚB AM DKF</b>	-0,32%	2,446%	1,49%	6 rokov	2 791 mil. Sk	5 000 Sk
<b>TAM EDPF</b>	2,96%	0,831%	1,57%	11 rokov	5 997 mil. Sk	5 000 Sk

**Tab. 4.22 Matica prostých úžitností dlhopisových podielových fondov**

<b>Kritéria</b>	<b>V1</b>	<b>V2</b>	<b>V3</b>
<b>K1</b>	85	0	100
<b>K2</b>	100	19	57
<b>K3</b>	93	100	95
<b>K4</b>	73	55	100
<b>K5</b>	55	47	100
<b>K6</b>	17	100	100

Tab. 4.22 vyjadruje maticu prostých úžitností podielových fondov SEDF, VÚB AM DKF a TAM EDPF a konečné vyhodnotenie vybraných dlhopisových podielových fondov sa nachádza v Tab. 4.23.

**Tab. 4.23 Matica vážených úžitností dlhopisových podielových fondov**

<b>Kritéria</b>	<b>Váhy</b>	<b>V1</b>	<b>V2</b>	<b>V3</b>	<b>V<sub>Max</sub></b>
<b>K1</b>	6	510	0	600	600
<b>K2</b>	5	500	95	285	500
<b>K3</b>	4	372	400	380	400
<b>K4</b>	1	73	55	100	100
<b>K5</b>	3	165	141	300	300
<b>K6</b>	2	34	200	200	200
<b>Celková úžitnosť</b>		1654	891	1865	<b>2100</b>
<b>Relatívna úžitnosť</b>		78,76%	42,43%	<b>88,81%</b>	100%

Na základe vzájomného porovnania fondov SEDF, VÚB AM DKF a TAM EDPF bolo zistené, že výhodnejším dlhopisovým fondom je TAM EDPF, ktorého relatívna úžitnosť dosiahla hodnotu 88,81%. Fond získal najlepšie hodnotenie u štyroch kritérií a to K1 – výnosnosť, K4 – doba existencie, K5 – veľkosť fondu a tiež K6 - veľkosť počiatočnej investície.

## Vyhodnotenie akciových podielových fondov

V rámci vyhodnotenia akciových podielových fondov boli medzi sebou porovnávané akciové fondy ESPA SEP, GIS EEO a REEE.

**Tab. 4.24 Zhrnutie kritérií akciových podielových fondov**

<i>Podielový fond</i>	<i>Výnosnosť</i>	<i>Riziko</i>	<i>Náklady</i>	<i>Doba existencie fondu</i>	<i>Veľkosť fondu</i>	<i>Veľkosť počiatočnej investície</i>
<b>ESPA SEP</b>	10,49%	5,636%	2,02%	8 rokov	49,376 mil. €	30 000 Sk
<b>GIS EEO</b>	0,65%	4,882%	1,81%	7 rokov	2,779 mil. €	31 000 Sk
<b>REEE</b>	13,80%	8,769%	2,17%	15 rokov	290,793 mil. €	1 Sk

**Tab. 4.25 Matica prostých úžitností akciových podielových fondov**

<b>Kritéria</b>	<b>V1</b>	<b>V2</b>	<b>V3</b>
<b>K1</b>	76	5	100
<b>K2</b>	87	100	56
<b>K3</b>	90	100	83
<b>K4</b>	53	47	100
<b>K5</b>	17	1	100
<b>K6</b>	0	0	100

Z nasledujúcej Tab. 4.26 možno určiť, že výhodnejším akciovým podielovým fondom je REEE, ktorého relatívna úžitnosť predstavuje hodnotu 86,29%. Najlepšie hodnotenie získal v 4 kritériách a to K1 – výnosnosť, K4 – doba existencie, K5 – veľkosť fondu a tiež K6 - veľkosť počiatočnej investície. Fond spravuje rakúska spoločnosť Raiffeisen Capital Management

**Tab. 4.26 Matica vážených úžitností akciových podielových fondov**

<b>Kritéria</b>	<b>Váhy</b>	<b>V1</b>	<b>V2</b>	<b>V3</b>	<b>V<sub>Max</sub></b>
<b>K1</b>	6	456	30	600	600
<b>K2</b>	5	435	500	280	500
<b>K3</b>	4	360	400	332	400
<b>K4</b>	1	53	47	100	100
<b>K5</b>	3	51	3	300	300
<b>K6</b>	2	0	0	200	200
<b>Celková úžitnosť</b>		1355	980	1812	<b>2100</b>
<b>Relatívna úžitnosť</b>		64,52%	46,67%	<b>86,29%</b>	100%

## Vyhodnotenie zmiešaných podielových fondov

Tab. 4.27 predstavuje zhrnutie všetkých kritérií podielových fondov SKZF a VÚB AM VRF.

**Tab. 4.27 Zhrnutie kritérií zmiešaných podielových fondov**

<i>Podielový fond</i>	<i>Výnosnosť</i>	<i>Riziko</i>	<i>Náklady</i>	<i>Doba existencie fondu</i>	<i>Veľkosť fondu</i>	<i>Veľkosť počiatočnej investície</i>
<b>SKZF</b>	0,41%	1,232%	1,99%	7 rokov	1 365 mil. Sk	30 000 Sk
<b>VÚB AM VRF</b>	1,01%	4,030%	2,42%	8 rokov	1 359 mil. Sk	5 000 Sk

Maticu prostých úžitností podielových fondov SKZF a VÚB AM VRF uvádza Tab. 4.28.

**Tab. 4.28 Matica prostých úžitností zmiešaných podielových fondov**

<b>Kritéria</b>	<b>V1</b>	<b>V2</b>
<b>K1</b>	41	100
<b>K2</b>	100	31
<b>K3</b>	100	82
<b>K4</b>	88	100
<b>K5</b>	100	99
<b>K6</b>	17	100

Konečné vyhodnotenie porovnávaných zmiešaných podielových fondov sa nachádza v nasledujúcej Tab. 4.29.

**Tab. 4.29 Matica vážených úžitností zmiešaných podielových fondov**

<b>Kritéria</b>	<b>Váhy</b>	<b>V1</b>	<b>V2</b>	<b>V<sub>Max</sub></b>
<b>K1</b>	6	246	600	600
<b>K2</b>	5	500	155	500
<b>K3</b>	4	400	328	400
<b>K4</b>	1	88	100	100
<b>K5</b>	3	300	297	300
<b>K6</b>	2	34	200	200
<b>Celková úžitnosť</b>		1568	1680	<b>2100</b>
<b>Relatívna úžitnosť</b>		74,67%	<b>80,00%</b>	100%

Prostredníctvom párového porovnania vybraných zmiešaných podielových fondov bolo zistené, že výhodnejším fondom je VÚB AM VRF, ktorého hodnota relatívnej úžitnosti



dosiahla výšku 80%. Tento fond docielil najlepšie hodnotenie u kritérií K1 – výnosnosť, K4 - doba existencie a K6 - veľkosť počiatočnej investície.

Z predchádzajúcich výpočtov možno nakoniec konštatovať, že najvýhodnejšími fondmi pre investorov sú TAM Euro peňažný fond, TAM Euro dlhopisový plus fond, Raiffeisen Eastern European Equities a VÚB AM Vyvážený rastový fond. Najúspešnejšou správcovskou spoločnosťou na slovenskom trhu kolektívneho investovania sa stal Tatra Asset Management, ktorého vybraný peňažný, dlhopisový a ponúkaný akciový podielový fond dosiahol najlepšie hodnotenie. Druhou najúspešnejšou správcovskou spoločnosťou je VÚB Asset Management, ktorý dosiahol najlepšiu úspešnosť u skupiny zmiešaných fondov. Správcovská spoločnosť Asset Management Slovenskej sporiteľne nebola úspešná ani v jednej zo štyroch typov podielových fondov.

## 5 Záver

Investovanie do podielových fondov je vo svete veľmi vyhľadávaná forma zhodnocovania voľných finančných prostriedkov. V posledných rokoch je jednou z najrozšírenejších a najuznávanejších investičných alternatív. Investori, ktorí majú skúsenosti s fungovaním finančného trhu nikdy neinvestujú svoje finančné prostriedky len do jednej akcie alebo dlhopisu, lebo vedia, že cena týchto cenných papierov môže značne kolísať a podstupované riziko straty je veľmi veľké. Preto sú ich investície rozložené do viacerých cenných papierov a to z jednoduchého dôvodu, že nie všetky kurzy cenných papierov sa pohybujú rovnakým smerom.

Cieľom diplomovej práce bolo pomocou kvantitatívnej a kvalitatívnej analýzy porovnať a zhodnotiť investovanie do jednotlivých vybraných otvorených podielových fondov na Slovensku.

Výber fondov sa odvíjal predovšetkým od stanovených kritérií. Základným kritériom bolo, že muselo ísť o typ otvoreného podielového fondu, následne zloženie portfólia fondu, doba pôsobia na kapitálovom trhu minimálne 5 rokov a dostupnosť informácií. Podielové fondy boli vybrané u troch najväčších správcofských spoločností na Slovensku, ktorými sú Asset Management Slovenskej sporiteľne, VÚB Asset Management a Tatra Asset Management. Boli porovnávané tri peňažné, tri dlhopisové, tri akciové fondy a dva zmiešané fondy, keďže zmiešaný podielový fond Tatra Asset Management nespĺňal kritérium minimálnej doby existencie. Podrobná analýza jednotlivých typov fondov bola realizovaná pomocou kvantitatívnej analýzy, kde bola vypočítavaná výnosnosť, riziko, nákladovosť a obratovosť a taktiež pomocou kvalitatívnej analýzy, ktorá zahŕňa veľkosť fondu, dátum jeho založenia, zdanenie ziskov a informačnú politiku. Následne boli jednotlivé typy fondov zhodnotené podľa stanovených kritérií, ktorými boli výnosnosť, riziko, náklady, doba existencie fondu, veľkosť fondu a výška počiatočnej investície do fondu.

Na základe porovnania peňažných podielových fondov bolo zistené, že výhodnejším je TAM Euro peňažný fond, ktorý je pod správou Tatra Asset Management. Spomedzi dlhopisových fondov je pre investorov najvýhodnejší fond, ktorý je taktiež spravovaný Tatra Asset Managementom a je ním TAM Euro dlhopisový plus fond. U akciových podielových fondov dosiahol najlepšie hodnotenie Raiffeisen Eastern European Equities, ktorý na slovenskom kapitálovom trhu ponúka Tatra Asset Management a spravuje ho rakúska spoločnosť Raiffeisen Capital Management. Ako posledné boli porovnávané zmiešané

podielové fondy, kde najlepšiu voľbu pre investora predstavuje VÚB AM Vyvážený rastový fond, ktorý spravuje VÚB Asset Management. Spomedzi troch správcovských spoločností sa najúspešnejším na slovenskom trhu kolektívneho investovania stal Tatra Asset Management, ktorého vybraný peňažný, dlhopisový a ponúkaný akciový podielový fond dosiahol najlepšie hodnotenie.

Touto prácou som chcela predstaviť podľa mňa v súčasnosti najlepší spôsob investovania v Slovenskej republike. Samozrejme ešte na Slovensku prevláda konzervativizmus, čo sa týka investovania, ale postupne sa to začína meniť. Kolektívne investovanie je predsa len relatívne nový pojem, ale ľudia si ho pomaly už začínajú všímať. Preto možno v súčasnosti konštatovať, že napriek niektorým negatívnym javom v kolektívnom investovaní na Slovensku, kolektívne investovanie patrí k najdynamickejšie sa rozvíjajúcej oblasti finančných trhov ako v rámci EÚ, tak aj na Slovensku.

## Zoznam použitej literatúry

### Knihy

CHOVANCOVÁ, Božena. *Finančný trh*. 3. vyd. Bratislava: IURA EDITION, 2006. 611 s. ISBN 80-8078-089-7.

CHOVANCOVÁ, Božena. *Kolektívne investovanie*. 1. vyd. Bratislava: IURA EDITION, 2005. 219 s. ISBN 80-8078-062-5.

KOHOUT, Pavel. *Investiční strategie pro třetí tisíciletí*. 5. vyd. Praha: Grada Publishing, 2008. 288 s. ISBN 978-80-247-2559-8.

MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2002. 459 s. ISBN 80-8611-955-6.

STEIGAUF, Slavomír. *Fondy. Jak vydělávat pomocí fondů*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2003. 192 s. ISBN 80-247-0247-9.

VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 1. vyd. Praha: Aspi Publishing, 2007. 704 s. ISBN 80-7357-297-4.

ZONKOVA, Z. *Rozhodování manažera*. 1. vyd. Ostrava: VŠB - Technická univerzita Ostrava, 1995. 93 s. ISBN 80-7078-254-4.

### Legislatíva

Zákon č. 385/1999 Z. z. o kolektívnom investovaní

Zákon č. 594/2003 Z. z. o kolektívnom investovaní

Zákona č.595/2003 Z. z. o dani z príjmov

### Internet

AM SLSP, *Dokumenty*. [online]. [cit. 2009-04-03]. Dostupné z <[http://www.amslsp.sk/ActiveWeb/Page/sk/podielove/podielove\\_fondy.htm](http://www.amslsp.sk/ActiveWeb/Page/sk/podielove/podielove_fondy.htm)>

AM SLSP, *Mesačné reporty*. [online]. [cit. 2009-04-03]. Dostupné z <<http://www.amslsp.sk/ActiveWeb/Fondy/Reporty/reporty.htm>>

ERSTE - SPARINVEST, *Historické kurzy*. [online]. [cit. 2009-06-18]. Dostupné z <[http://sk.sparinvest.com/sparinvest/faces/portal/hist\\_kurse/hist\\_fondspreise.jsp](http://sk.sparinvest.com/sparinvest/faces/portal/hist_kurse/hist_fondspreise.jsp)>

ETREND, *Moje investície*. [online]. [cit. 2009-06-24]. Dostupné z <<http://www.etrend.sk/osobne-financie/moje-investicie/etrend-radi-uvod-k-podielovym-fondom/66309.html>>

ETREND, *Moje investície*. [online]. [cit. 2009-03-27]. Dostupné z <<http://www.etrend.sk/osobne-financie/moje-investicie/cas-skutocne-zacat-investovat/53489.html>>

GENERALI SLOVENSKO, *Hodnoty fondov*. [online]. [cit. 2009-06-18]. Dostupné z <<http://www.generalislovakia.sk/sk/sluzby-pre-vas/hodnoty-fondov/generali-fondy.html>>

HNONLINE, *Finweb*. [online]. [cit. 2009-06-24]. Dostupné z <<http://hnonline.sk/c1-32006360-kolektivne-investovanie-ma-za-sebou-najhorsirok>>

IAD INVESTMENTS, *Archív hodnôt indexu ISIX*. [online]. [cit. 2009-06-06]. Dostupné z <<http://www.iad.sk/79>>

Medical & Financial Consulting, *Porovnanie zvolených fondov*. [online]. [cit. 2009-06-18]. Dostupné z <<http://www.mfc.sk/?porovnat-fondy>>

NBS, *Úrokové sadzby platné k 31. 12. 2008*. [online]. [cit. 2009-06-06]. Dostupné z <<http://www.nbs.sk/sk/statisticke-udaje/udajove-kategorie-sdds/urokove-sadzby/urokove-sadzby-nbs/bribor-bribid-za-mesiac-po-dnoch>>

NBS, *Tlačové správy*. [online]. [cit. 2009-06-06]. Dostupné z <[http://www.nbs.sk/sk/informacie-pre-media/tlacove-spravy/\\_2008/12/g](http://www.nbs.sk/sk/informacie-pre-media/tlacove-spravy/_2008/12/g)>

oPeniazoch, *Podielové fondy*. [online]. [cit. 2009-06-24]. Dostupné z <<http://openiazoch.zoznam.sk/produkty/of/>>

RAIFFEISEN CAPITAL MANAGEMENT, *Price history*. [online]. [cit. 2009-06-17]. Dostupné z <[http://www.rcm.at/at/Fonds\\_C/9121/1209041459557?packedargs=subtype%3DFondsKurshistorie](http://www.rcm.at/at/Fonds_C/9121/1209041459557?packedargs=subtype%3DFondsKurshistorie)>

SASS, *Historické údaje o fondoch*. [online]. [cit. 2009-06-06]. Dostupné z <<http://www.sass-sk.sk/Default.aspx?CatID=60>>

SME, *Slovensko*. [online]. [cit. 2009-06-24]. Dostupné z <<http://ekonomika.sme.sk/c/4237209/z-podielovych-fondov-odtiekli-dalsie-stovky-milionov-korun.html>>

TAM, *Dokumenty*. [online]. [cit. 2009-04-04]. Dostupné z <[http://www.tam.sk/cgi-bin/tamweb/app/info\\_page.jsp?BV\\_SessionID=@@@@0168060251.1246790701@@@@&BV\\_EngineID=ccccadehjijghfcefecghmdfgfdflm.0&menu=doc\\_sta&key=tam\\_doc\\_sta](http://www.tam.sk/cgi-bin/tamweb/app/info_page.jsp?BV_SessionID=@@@@0168060251.1246790701@@@@&BV_EngineID=ccccadehjijghfcefecghmdfgfdflm.0&menu=doc_sta&key=tam_doc_sta)>

VÚB AM, *Dokumenty*. [online]. [cit. 2009-04-03]. Dostupné z <<http://www.vubam.sk/Default.aspx?CatID=17>>

YAHOO, *Historical Prices*. [online]. [cit. 2009-06-24]. Dostupné z <<http://uk.finance.yahoo.com/q/hp?s=^STOXX50E>>

## **Zoznam použitých skratiek**

BGN	Bulharská leva
BRIBID	Bratislava Interbank Bid Rate
CZK	Česká koruna
EMÚ	Európska menová únia
ESPA	Erste-Sparinvest
ESPA SEP	ESPA Stock Europe Property
EÚ	Európska únia
EUR	Euro
GIS	Generali Investments SICAV
GIS EEO	GIS Euro Equities Opportunity
HUF	Maďarský forint
MSCI	Morgan Stanley Capital International
NBS	Národná banka Slovenska
PLN	Poľský zlotý
REEE	Raiffeisen Eastern European Equities
RON	Rumunský leu
SEDF	SPORO Eurový dlhopisový fond
SEPF	SPORO Eurový peňažný fond
Sk	Slovenská koruna
SKZF	SPORO Konzervatívny zmiešaný fond
TAM	Tatra Asset Management
TAM EDPF	TAM Euro dlhopisový plus fond
TAM EPF	TAM Euro peňažný fond
TRY	Turecká líra
UCITS III	Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities
USD	Americký dolár
VÚB	Všeobecná úverová banka
VÚB AM	Všeobecná úverová banka Asset Management
VÚB AM DKF	Dlhopisový konvergentný fond
VÚB AM PEF	Peňažný eurový fond
VÚB AM VRF	Vyvážený rastový fond

## Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že jeden výtisk diplomové práce bude uložen v Ústřední knihovně VŠB-TUO k prezenčnímu nahlédnutí a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 10. 07. 2009

Zuzana Marcová  
jméno a příjmení studenta

Adresa trvalého pobytu studenta:

Hlinené 72, 023 54 Turzovka